

Solo 401K-pensionsplaner stiftes af enkelmandsvirksomheder, der enten drives i selskabsform (LLC) eller i personligt regi. De begunstigede er de erhvervsdrivende selv og/eller deres ægtefæller. De begunstigede (deltagerne) kaldes også "plan participants".

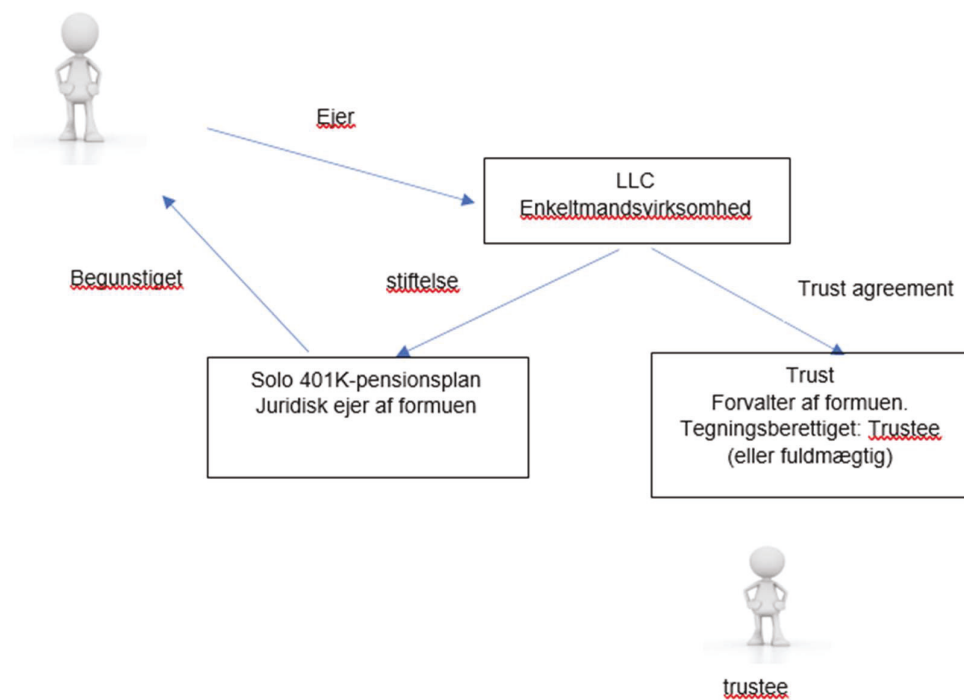
Der findes virksomheder, som eksempelvis den amerikanske virksomhed Broad Financial, der er specialiseret i at yde assistance ved stiftelsen af pensionsplaner, herunder **401K**-pensionsplaner og **Solo 401K**-pensionsplaner.

Ved stiftelsen af pensionsplanerne anvendes typisk standardiserede formularer. Disse formularer er standardiserede, således at samme formularer kan anvendes både ved stiftelsen af små Solo 401K-pensionsplaner og ved stiftelsen af store pensionsplaner med mange deltagere. Af denne grund er der eksempelvis i formularerne henvist til administrative "Committees" udnævnt af arbejdsgiverens bestyrelse, uanset at en sådan "Committee" ikke findes i en Solo 401K-pensionsplan, idet sådanne små pensionsplaner forvaltes af en trustee, som virksomhedsejeren udpeger ved stiftelsen af pensionsplanen og den bagvedliggende trust.

Bidragene til en 401K-pensionsplan opbevares i en (til lejligheden oprettet) trust, der har til formål at akkumulere, forvalte og investere disse bidrag til fordel for planens deltagere og begunstigede personer. Etableringen af en trust separerer pensionsplanens formue fra virksomhedsejerens egen formue. Trusten forvalter formuen ved handlinger foretaget af den tegningsberettigede trustee eller anden befuldmægtiget.

The Texas Rocco LLC 401K Plan er en (relativt) nystiftet enkeltmandspensionsplan (Solo 401K-pensionsplan) forvaltet af en trust og dennes trustee.

De involverede aktører omkring selve pensionsplanen kan skitseres, som følger:



Etableringen sker således, ved at en LLC (arbejdsgiveren = enkeltmandsvirksomheden) stifter en trust (jf. fx JEB5 Investment Trust) og 401k-pensionsplanen (The Texas Rocco LLC 401K Plan). Solo 401K-pensionsplanen er den juridiske ejer af formuen, og trustens trustee er den tegningsberettigede forvalter heraf.

2.1.1 Dispositioner på vegne af pensionsplanen

Den omhandlede pensionsplan er som anført en selvstændige juridisk person.

Den kan udelukkende handle gennem sin trustee i den korresponderende trust eller en af trusteeen befuldmægtiget person. Den såkaldte trader, var således enten trusteeen selv eller befuldmægtiget, professionel formueforvalter.

I størstedelen af de sager hvor SMK og TVC Advokatfirma er repræsentanter (TVC-sagerne), var det de pågældende trustees selv, der afgav ordrene til at købe og sælge aktierne og indgik forward hedgen samt aktielånene under GMSLA'erne. Alle evner og al viden, som de pågældende trustees har og benytter til fordel for pensionsplanerne, skal tilregnes de pågældende pensionsplaner.

Eftersom traderen skal være i stand til at identificere de aktier, hvor prisen på derivatet (futuren eller forwarden) er ude af balance med spotprisen, og samtidig være i stand til at fremskaffe den nødvendige finansiering gennem et aktieudlån, er en betydelig grad af specialistviden og forretningsmæssige relationer nødvendige for at gennemføre udbyttearbitragehandler.

2.2 De anvendte finansielle instrumenter

Vi vil i det følgende redegøre for finansielle instrumenter, som pensionsplanen anvendte til realiseringen af investeringsstrategien.

Helt overordnet er der anvendt tre typer finansielle transaktioner: et køb (og salg) af aktier, en forward og et aktielån.

Som anført købte pensionsplanen danske aktier på udbyttedatoen, holdt dem i en periode (gennemsnitligt 45 dage) og solgte dem herefter igen. Den grundlæggende motivation for at købe aktierne på netop dette tidspunkt var af skattemæssig art: Pensionsplanen var berettiget til refusion i henhold til dobbeltbeskatningsoverenskomsten mellem Danmark og USA. Pensionsplanen kunne dermed i modsætning til andre med en mindre gunstig skattestatus modtage bruttoudbyttet – og ikke kun nettoudbyttet.

For at afdække risikoen for kursfald indgik pensionsplanen samtidig en forward hedge.

Finansieringen af aktiekøbene skete ved et aktieudlån, efter aktierne blev købt, men før aktierne skulle betales.

Disse tre transaktioner kan umiddelbart godt ligne en "kabale, der skal gå op", således som Skattestyrelsen udtrykker det (jf. Skattestyrelsens sammenfattende indlæg i førersagerne af den 9. august 2019, side 12). De er dog ikke andet end udtryk for godt forberedte, finansielle, strukturerede transaktioner. Finansindustrien adskiller sig herved ikke fra enhver anden industri: Alt skal forberedes på forhånd, for at slutresultatet falder på plads. Helt ligesom bilfabrikken skal have hundredvis af enkeltdele fremme ved samlebåndet på det rette tidspunkt, for at slutresultatet er en funktionsdygtig bil, skal også finanstransaktioner, der består af mange led, forberedes i forvejen. Ligesom bilfabrikken indgår rammeaftaler med underleverandører for levering af enkeltdele, indgår pensionsplanen rammeaftaler

med mel- lemmænd i aktieudlån (Stock Loan Intermediaries), der kan fremskaffe den nødvendige finansiering, samt aftaler med brokere, der kan skaffe aktierne og forwardkontrakter, og clearing-agenter/custodians, der i sidste ende indestår for, at de indgåede aftaler også vil blive afviklet.

Disse forberedende aftaler kaldes i finansindustrien "pre-trade" eller on-boarding.

2.2.1 Aktiekøb/-salg

Udbyttearbitrage-investeringsstrategien forudsatte, at pensionsplanen købte de aktier, de omhandlede udbytter er betalt på.

Det er i den forbindelse vigtig at fremhæve, at de omhandlede aktier blev handlet gennem OTC-transaktioner.

Aktier købes og sælges ikke kun gennem børsen. Aktietransaktioner over store volumener gennemføres typisk uden for børsen ved såkaldte OTC-transaktioner (OTC = Over The Counter – over disken). Dette forhindrer store kurssving, som handlen med store aktieposter ville udløse ved de offentlige børser.

Et OTC-marked er et decentraliseret virtuelt marked uden en fysisk lokation. Handel foregår mellem markedsdeltagere via internettet, telefon, e-mail og lignende kommunikationssystemer (messaging systems). På OTC-markeder er handel mellem to parter anonym ligesom på børser. Det betyder, at man kun kan se, hvor meget blev handlet til hvilken pris, men ikke hvem der har købt eller solgt nøjagtigt hvor meget. Det er de handlende, der styrer OTC-markedet, og det er dem, der sætter kursen, de er villige til at købe og sælge for. For at handle på et OTC-marked har man brug for en børsmægler (broker). Broderen kan gennemføre en såkaldt ejermatchinghandel. Broderen optræder så selv som sælger til sin kunde. Broderen køber aktien fra markedet (fra en anden broker eller en anden kunde). Hvorfra broderen skaffer sig aktien, som han sælger OTC, kan kunden ikke vide. I mange tilfælde kan end ikke broderen identificere, hvor den enkelte aktie, som han sælger, stammer fra, da broderen køber mange aktieposter fra mange forskellige kilder. Hos broderen blandes alle de købte aktier.

De af pensionsplanen gennemførte aktiehandler blev indgået OTC med dennes brokere som ejermatchinghandler.

Ejermatchinghandler er som defineret i kapitalmarkslovens § 71, stk. 3, en udførelse af kundeordrer over egenbeholdningen. Broderen – der netop ikke er operatøren af et reguleret marked – træder ind i handlen og agerer som sælger til pensionsplanen, der ønsker at købe aktierne. Broderen skaffer sig aktierne fra markedet.

Fristen til afvikling af OTC-handler kan afvige fra den "markedskonforme" settlementfrist. Det væsentligste ved OTC-handler er netop, at de ikke er standardiserede som ved børsen. OTC-handler er skræddersyede.

Fælles for børshandler og OTC-handler er, at det er strakshandler (spotmarkeder). De foregår her og nu. Ejerskabet til aktierne overdrages med øjeblikkelig virkning. Vil man først købe aktien på et senere bestemt tidspunkt, men til en nu aftalt pris, indgår man en terminskontrakt (som en forward).

2.2.2 Forwards

En forward er en skræddersyet terminskontrakt mellem to parter til at købe eller sælge et aktiv til en bestemt pris på et bestemt tidspunkt (en fremtidig dato). En forward afsluttes enten ved fysisk levering af aktivet eller ved differenceafregning, hvor parterne ved kontraktens udløb udligner forskellen mellem den aftalte forwardpris og spotprisen (dvs. den aktuelle markedspris) på udløbstidspunktet.

Indgåelsen af en forwardkontrakt er ikke at betragte som afståelse af aktierne, når/hvis forwardkontrakten er omfattet af kursgevinstloven.

Det følger af kursgevinstlovens § 33, stk. 1, sidste punktum, at det overdragne aktiv anses for erhvervet eller afstået på afviklingsdagen og til markedsværdien på afviklingsdagen, hvis kontrakten afvikles ved levering.

En forwardkontrakt falder ind under kursgevinstloven, hvis en af de følgende betingelser **ikke** er opfyldt:

- Kontrakten kan kun opfyldes ved levering af aktierne (altså ikke ved differenceafregning)
- Kontrakten kan ikke overdrages
- Der er ikke indgået nogen modgående kontrakt.

Ved spørgsmålet om, hvorvidt kontrakten kun kan opfyldes ved levering, eller om differenceafregning er mulig, kommer det an på, om kontrakten rent faktisk blev afviklet ved differenceafregning (jf. forarbejderne til kursgevinstloven, bemærkninger til lov nr. 439 af den 10. juni 1997, punkt n). Er dette rent faktisk sket, kommer det ikke an på, om det var forudset i kontrakten.

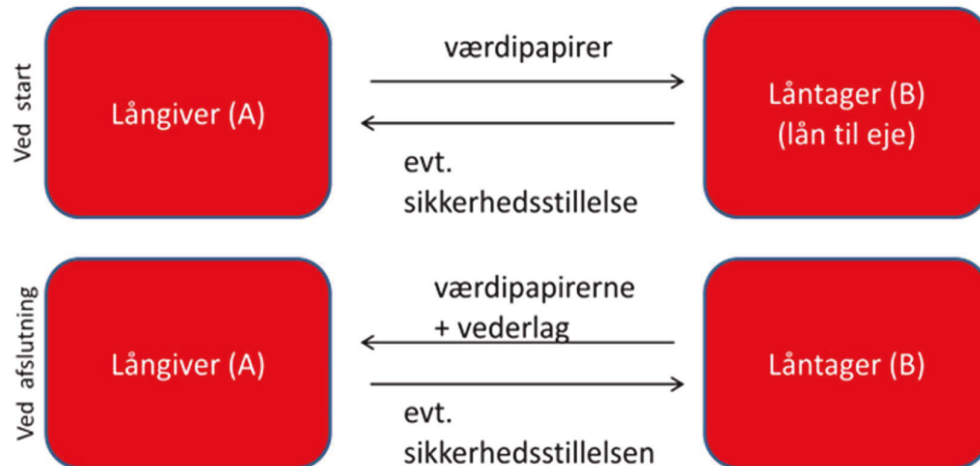
2.2.3 Aktieudlån

Et aktieudlån er, som navnet antyder, en aftale om udlån af aktier. De udlånte aktier vil som altovervejende hovedregel være børsnoterede aktier, hvilket gør aktierne let omsættelige. De lånte aktier vil altså være at betegne som en "genusvare".

Et traditionelt aktielån er defineret ved en aftale mellem en kontrahent, långiver (A), og en medkontrahent, låntager (B), hvor A mod et vederlag (gebyr/fee) og eventuelt en sikkerhed udlåner aktier optaget på et reguleret marked til B. Ved overdragelsen af de udlånte aktier overgår ejendomsretten til B, således at B efterfølgende fuldt kan disponere over aktierne. Dette bevirker, at B har ret til at afgive stemme ved generalforsamling, retten til at modtage udbytteudlodning samt at sælge aktierne.

Samtidigt med udlånet accepterer B at aflevere samme antal aktier tilbage til A på senere aftalt tidspunkt. Ved lånet af aktierne vil det oftest blive aftalt, at A vil/skal blive kompenseret for de til aktierne i udlånsperioden udloddede udbytter.

Figur 2.4 illustrerer et aktielån



Skattemæssig kvalifikation og behandling af REPO og aktielån – Kandidatafhandling den 17. juli 2013 af Nils Panum Thisted

Skattemæssig kvalifikation og behandling af REPO og aktielån – Kandidatafhandling den 17. juli 2013 af Nils Panum Thisted

Stiller B sikkerhed til A i form af kontante pengemidler, vil denne kontante sikkerhedsstillelse være forbundet med en forpligtelse for A til at betale renter til B. Værdien af sikkerhedsstillelsen for et aktielån ligger typisk over den aktuelle markeds- pris for aktierne.

Aktieudlån adskiller sig herved grundlæggende fra en repotransaktion (repurchase agreement) eller kontrakter om lån med håndpant i aktier. Repotransaktioner og lån med håndpant i aktier ligner til forveksling aktieudlån, der foretages mod kontant sikkerhedsstillelse. I alle tilfælde overdrages der aktier fra en person til en anden mod betalingen af en sum penge, og i begge tilfælde er parterne forpligtet til at levere aktierne henholdsvis pengene tilbage.

På hvilken side der foretages et såkaldt "hair-cut", er dog forskelligt ved aktieudlån og ved repo'er/lån med håndpant i aktier. Skattestyrelsen lader i det sammenfattende indlæg i føresagerne af den 9. august 2019 i afsnit 8.12 til at overse dette faktum.

Det skal i den forbindelse fremhæves, at et aktieudlån sker i aktielåntagers interesse. Det er derfor aktielåntager, der skal yde en højere sikkerhedsstillelse end den aktuelle markedspris. Aktielåntagere er typisk short sellere. Repo'er og lån mod håndpant i aktier sker derimod i aktieindehaverens interesse. Aktieindehaveren anmoder kapitalgiveren om et lån og stiller sine aktier i sikkerhed for lånet.

Transaktionerne kan være meget svære at adskille fra hinanden, dog hjælper indicier, som (1) hvem stiller anmodningen, og (2) overstiger værdien af aktierne beløbet, der betales.

Anmoder modtageren af pengene om et lån, og stiller han aktier, hvis værdi overstiger det beløb, han modtager, til sikkerhed herfor, er der tale om en repo eller et lån med håndpant i aktier. Der foretages et "hair-cut", på værdien af den sikkerhed han stiller for at låne pengene.

Anmoder derimod modtageren af aktierne om et lån, og giver han en kontant sikkerhed, hvis værdi overstiger den aktuelle markedsværdi af aktierne, er der tale om et aktieudlån. Her er det aktieindehaveren, der beskyttes, mod risikoen for at aktielåntager ikke leverer aktierne tilbage (som han jo netop

gerne ville låne), og derfor skal aktielåntager stille et højere beløb i kontant sikkerhed end den aktuelle markedsværdi af aktierne.

For yderligere forklaringer vedrørende aktielån og repo'er henvises til Katja Joo Dyppel, Beskatning af aktielån og repo'er, SR.2013.0053, jf. bilag 2c, samt Nils Panum Thisted, Skattemæssig kvalifikation og behandling af REPO og aktielån, som her fremlægges som bilag 75.

2.3 De involverede eksterne aktører

For at kunne realisere de mange strukturerede finansielle transaktioner er det nødvendigt at et antal finansielle virksomheder deltager. Der er her tale om fondsmæglere ("brokere"), custodians og clearingvirksomheder samt aktielåntagere og deres mellemænd, forward intermediaries, og endelig de såkaldte introducing brokers og "Arrangers".

Som det fremgår af redegørelsen nedenfor, var der et meget stort antal aktører involveret i gennemførelsen af de omhandlede transaktioner, der hver især rådede over særlig indsigt og/eller særlige kontakter, eller som blev påført ikke uvæsentlige risici i forbindelse med gennemførelsen af de omhandlede transaktioner.

2.3.1 Brokere

Samtlige ordrer til køb og salg af aktier blev af trustee'en/traderen indgivet til en professionel, autoriseret og kontrolleret broker i London.

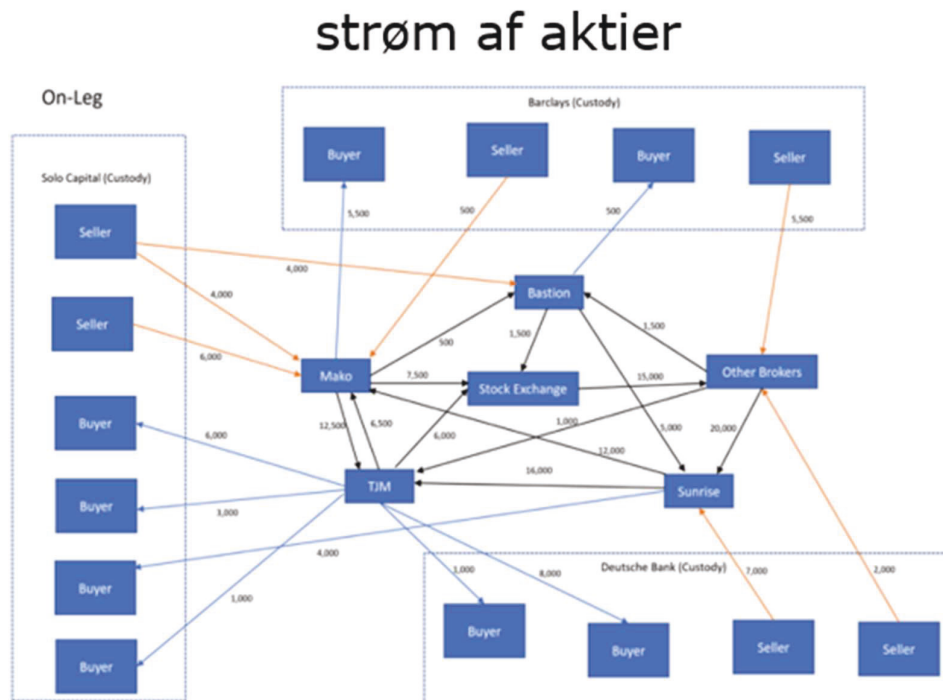
Brokerens opgave er at matche en købsordre med en salgsordre. Ved denne matchning opstår den juridisk bindende aftale om køb af aktier, der efter dansk lovgivning umiddelbart fører til overgang af det civilretlige ejerskab til køber.

Brokerens primære opgave er at placere ordren på markedet, idet han i sit netværk af brokere og ved børsen søger at finde en (eller flere) salgsordrer, der passer til den købsordre, han har modtaget fra sin klient. Brokeren betegner selv opgaven som at "skaffe likviditet" til en ordre. Han mener dermed ikke, at han skal finde likvide midler til at betale for et bestemt antal aktier, som hans kunde gerne vil købe. Den likviditet, som brokeren skal fremskaffe til sin kunde, består i tilstrækkelige aktier til at kunne matche kundens købsordre med salgsordre.

Brokerne, som pensionsplanen handlede med, indgik i reglen aktiehandlerne som ejermatchinghandlere. Brokeren, der arbejdede for sælger, købte dermed selv aktierne af sælger og solgte dem videre til en anden broker, der agerede for den ultimative køber (pensionsplanen). Pensionsplanen købte med andre ord dermed aktierne af sin egen broker, ikke af den ultimative sælger.

Når brokeren skaffer sig aktierne fra markedet, kan han gøre dette ved at købe aktier af flere forskellige kilder. Samtlige aktier, som brokeren har købt, indgår i en stor pulje, hvor der ikke længere kan skelnes, hvilken "konkret aktie" der kom fra hvilken kilde. Dematerialiserede aktier er kun antal på depotkonti, der adskiller sig lige så lidt fra hinanden som pengemidler.

Strømmen af aktier til brokerne ind til en stor pulje kan illustreres, som følger:



”Den aktie” – af ubestemmelig herkomst – som pensionsplanen efterfølgende fik leveret til sin depot-konti hos sin custodian, var heller ikke nødvendigvis den selv samme aktie, som dens køb blev matchet med ved brokern. Det er i og for sig også irrelevant, da dematerialiserede aktier er genusvarer: Pensionsplanen skal bare have leveret en aktie, af samme klasse og fra samme selskab som den har købt.

Skattemæssigt gør det kun en forskel, hvis man vil undersøge, om den aktie, som pensionsplanen købte og fik leveret, stammede fra en short seller eller en long owner. Vil man behandle disse aktier forskelligt (skattemæssigt betragtet), støder man på det problem, at pensionsplanen kan have købt en aktie, der stammer fra en long owner (der allerede har aktien i sit depot på salgstidspunktet) hos sin broker, men når leveringen sker, modtager pensionsplanen en aktie, der stammer fra en short seller – eller omvendt. Og ingen er i stand til at skelne disse aktier fra hinanden, i kredsløbet af aktier der konstant blandes sammen i puljer. Ville man betragte aktier fra short sellere som koldt vand og aktier fra long owners som varmt vand, er det, der opstår hos såvel brokerne som hos custodians, lunkent vand, som man ikke kan skille ad igen.

Brokerens honorar afhænger af, om han kan skaffe sin kunde det ønskede antal aktier.

Derfor er pensionsplanens betaling af brokernes honorarer dokumentation for, at pensionsplanens ordrer til køb eller salg af aktier blev matchet med tilsvarende ordrer, som brokerne skaffede fra markedet.

De brokere, som traderne for pensionsplanen placerede ordrene til køb- og salg af danske aktier hos, var finansielle virksomheder, der var uafhængige af Solo- gruppen. Brokern Novus blev ganske vist købt af Sanjay Shah, dog skete det først, efter pensionsplanerne var ophørt med at benytte Novus som

broker. Det var kun i 2013 – altså før Sanjay Shah overtog Novus – at Novus var broker for pensionsplaner, der benyttede sig af Solo-gruppen som clearer og custodian.

2.3.2 Aktielåntagere og deres mellemmand (Stock Loan Intermediaries)

Pensionsplanen, der var kunde i Solo-gruppen, anvendte et begrænset antal professionelle mellemmand (Stock Loan Intermediaries) som modparter i forbindelse med aktieudlån. Inden pensionsplanen startede sin forretningsaktivitet, indgik den rammeaftaler om aktieudlån (såkaldte GMSLA'er) med mellemmand (Stock Loan Intermediaries). I en GMSLA fastsættes kun de generelle vilkår for lånene.

At ikke alle pensionsplaner har gemt kopier af de underskrevne GMSLA'er er af den simple grund, at det drejer sig om standardaftaler, der er identiske for samt- lige pensionsplaner.

Hvert enkelt konkrete aktieudlån blev indgået ved de e-mails, som trustee'en udvekslede med mellemmanden i aktielån, efter at købsordren til aktierne var placeret og matchet ved brokieren. Det er først disse e-mails, der indeholder de for indgåelsen af en retligt bindende aftale om aktieudlån nødvendige konkrete informationer: Hvilke og hvor mange aktier lånes ud, beløbet for den kontante sikkerhedsstillelse samt gebyrets og rentens størrelse samt aktieudlånets løbetid.

Pensionsplanen og dens trustee kendte og kender stadig ikke de ultimative låntagere af aktierne, idet aktielåns mellemmandene var imellem dem. Pensionsplanen kender derfor heller ikke de endelige aktielåntageres motivation for at låne aktierne.

Inden pensionsplanen købte en given aktiepost, forhørte pensionsplanen sig telefonisk hos mellemmandene om, hvor mange aktier mellemmandene havde brug for at låne, dvs. kunne formidle til en endelig låntager. Dette med henblik på at sikre, at pensionsplanen kun købte et antal aktier, som pensionsplanen efterfølgende kunne låne ud. De i sagerne fremlagte e-mails fra mellemmanden til pensionsplaner, hvori pensionsplaner spørges til, om de har et givent antal aktier, er således sendt, efter at pensionsplanerne allerede havde været i kontakt med mellemmanden.

Der er således ikke tale om, at aftalerne om aktielån er "indgået baglæns", således som det hævdes af Skattestyrelsen.

Der er heller ingen "brikker der skal falde på plads", eller en "kabale, der skal gå op" for at kunne finansiere aktiekøbet, sådan som Skattestyrelsen påstår. Skattestyrelsens påstande hviler på manglende kendskab til praktikken i udbyttearbitrage.

2.3.3 Forward counterparties og intermediaries

Pensionsplanen har ikke haft kendskab til de ultimative forwardmodparterers identitet, idet forwardkontrakterne er handlet gennem mellemmand. Mellemmandene træder derved (ligesom ved en ejer-matchinghandel) selv ind i kontrakten og er selv umiddelbar forward counterparty til pensionsplanen.

Den ultimative forward counterparts motivation kan pensionsplanen derfor heller ikke kende.

Pensionsplanen har ikke lovet køberen af forwarden (hverken intermediaren eller den ultimative forward counterparty) noget som helst således som påstået af Skattestyrelsen i det sammenfattende indlæg i førersagerne af den 9. august 2019, afsnit 2.3 (side 10). Mindst af alt har pensionsplanen lovet modparten til forwarden en kursstigning. Den ultimative modpart til forwarden har simpelthen en modsat- rettet interesse i forhold til pensionsplanen: Han ønsker at eje aktien på en bestemt dato efter generalforsamlingsdatoen. Om det er, fordi den ultimative modpart af egen motivation forventer en kursstigning, eller fordi modparten af (skattemæssige årsager) simpelthen ikke ønsker at eje aktien på

udbyttedatoen, men vil sikre sig købet af aktien til en bestemt pris på en senere dato, kan pensionsplanen som uafhængig part ikke udtale sig om.

Et vigtigt aspekt i nærværende sag er, at de købte aktier aldrig blev leveret under forward hedgen, idet pensionsplanen altid differenceafregnede mellemværendet med forwardmodparterne, dvs. udlignede forskellen mellem den aftalte forwardpris og spotprisen (markedsprisen) på tidspunktet for udløbet af forwardkontrakten. Derved undgik pensionsplanen, at forwardkontrakterne i skattemæssig henseende kunne anses for en afståelse af de erhvervede aktier.

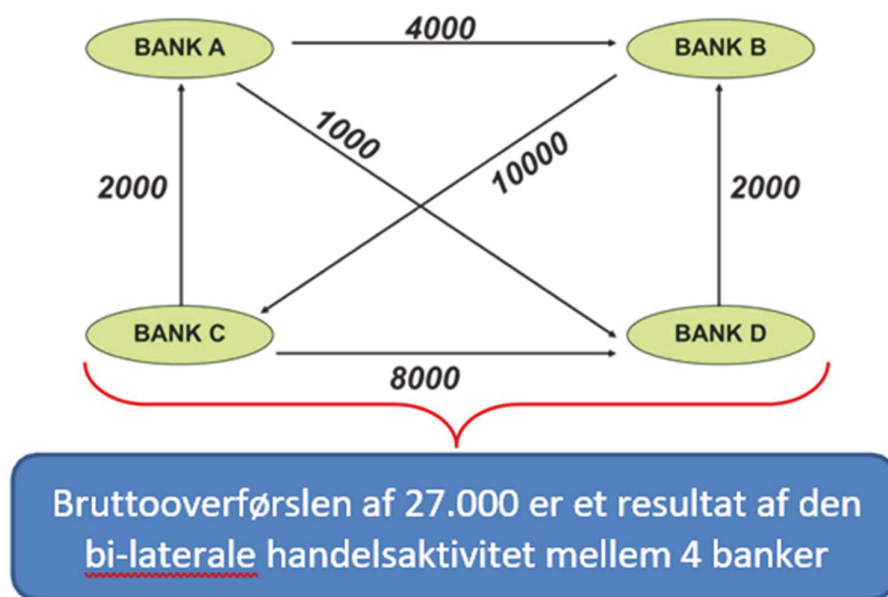
Det var væsentligt for såvel pensionsplanen som også de ultimative modparter til forwardkontrakterne, at forwardkontrakten ville være omfattet af kursgevinstloven, således at indgåelsen af forwarden IKKE er at betragte som afståelse af aktierne. Som det fremgår af forarbejderne til kursgevinstloven (bemærkningerne til lov nr. 439 af den 10. juni 1997, punkt n) kommer det for spørgsmålet om, hvorvidt en kontrakt kun kan opfyldes ved levering, eller om differenceafregning er mulig, an på, om kontrakten rent faktisk er blev afviklet ved differenceafregning. Er dette rent faktisk sket, kommer det ikke an på, om det var forudset i kontrakten.

2.3.4 Custodians og clearing-agenter

Custodians og clearing-agenterne har en dobbeltrolle. På den ene side har custodian til opgave at opbevare pensionsplanernes værdipapirer (aktier). Denne rolle kan custodian først opfylde, når aktierne er overført fra sælgers custodian til købers custodian. Det sker ved settlementprocessen (afvikling). Ved afviklingen af aktiehandlen skal købsprisen betales mod levering af aktier (payment versus delivery). Der skal med andre ord udveksles penge og værdipapirer mellem de involverede custodians. Dette kan enten ske på brutto- eller på nettobasis.

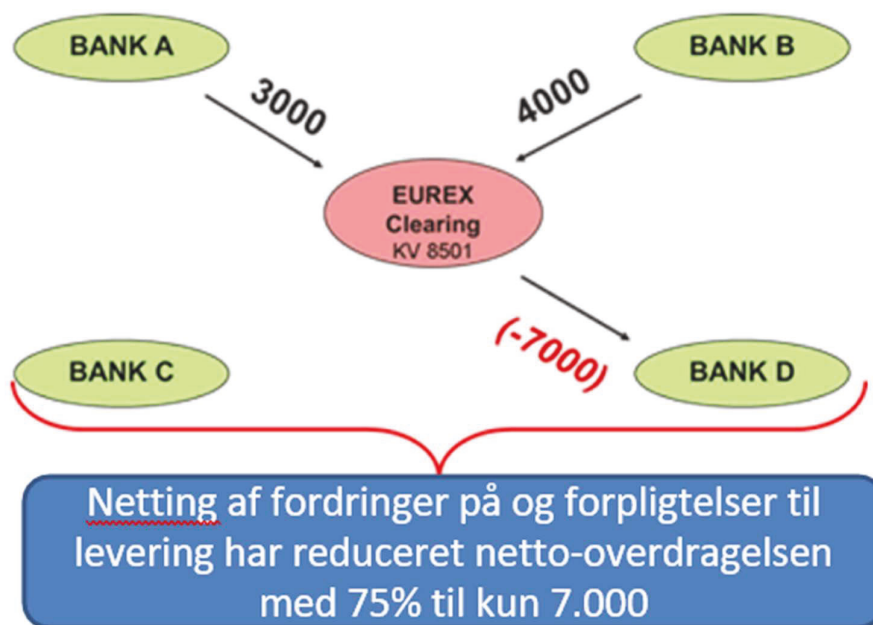
Sker afviklingen på bruttobasis, udveksles den konkrete aktiepost, der blev solgt fra den ene custodian til den anden mod overførslen af den konkrete købesum.

Afvikling på bruttobasis kan illustreres, som følger:



Sker afviklingen på nettobasis, modregnes først alle aktietransaktioner i den pågældende afviklingsperiode (hvilket ikke nødvendigvis er en hel dag) mellem de pågældende custodians, inden nettobalancen overdrages mellem sælgers og købers custodian.

Afvikling på nettobasis kan illustreres, som følger:



Ved clearingen opgøres forpligtelserne, der skal udveksles. Sker clearingen under anvendelse af netting, om- og modregnes flere overførselsordrer mellem de involverede custodians til en nettofordring, således at kun nettoforpligtelsen overdrages mellem de to custodians (jf. kapitalmarkedslovens § 3, stk. 1, nr. 29).

Har køber og sælger samme custodian, afvikles aktietransaktionen internt jf. CSD- direktivets artikel 9 (afviklingsinternalisatorer), således at ingen aktier sendes fra custodian til custodian. Clearingen og afviklingen af transaktionerne er ikke desto mindre reel – og i tiltagende omfang nøje reguleret af EU.

Custodians og clearing-agenterne bliver principielt først aktive, efter at den endelige og bindende aftale om overdragelse af ejerskab til aktierne er indgået.

Idet clearing-agenten dog indestår for opfyldelsen af en indgået aftale om køb og salg af aktier – som garant for betaling af købssummen og levering af aktierne – skal brokieren og traderen begge informere clearing-agenten om hensigten om at indgå en aktiehandel, som først matches når clearing-agenten har givet tilsagn om, at de kontraktuelle forpligtelser vil blive opfyldt.

Som følge af denne risiko, som clearing-agenten overtager ved afviklingen af handler indgået af en pensionsplan uden tilstrækkelig egenkapital til at betale for de købte aktier, og nødvendigheden af at skaffe en aktielåntager til det specifikke antal aktier, som pensionsplanen køber, forlanger clearing-agenten et betragteligt honorar. Et honorar, som clearing-agenten enten forlanger udbetalt til sig selv eller (af skattemæssige årsager) til en forbunden virksomhed.

På grund af den høje risiko for at skulle indestå for betalingen af købesummen i så betragtelig størrelsesorden som i de omtalte aktiehandler, var honoraret, som Solo-gruppen forlangte for sine

tjenesteydelser som custodian og clearing-agent også ganske væsentligt. Honorarer i en størrelsesorden, omkring 70-80 pct. af gevinsten, er normale inden for branchen og blev også betalt af pensionsplanerne.

Disse honorarer blev trukket fra pensionsplanernes cash-konto hos deres custodian. Idet pengene under TTC-klausulen allerede befandt sig på Solo Capitals konto, viste betalingen af honoraret sig kun ved en bogføring på pensionsplanernes cash-konto hos deres egen custodian. TTC-klausulen i Custody Agreements var en sikkerhed for Solo-gruppen, for det tilfælde at clearing-agenten/custodian måtte træde til og betale købssummen i en given aktietransaktion.

2.3.5 Tax agents

Anmodningerne om refusion blev indsendt af en professionel tax agent på vegne af pensionsplanen. Den engagerede tax agent havde til opgave at verificere, at samtlige forudsætninger for at få udbetalt refusion fra Danmark var opfyldt og behørigt dokumenteret.

Den pågældende tax agent modtog honorar for sine ydelser.

Eftersom den engagerede tax agent ikke kun var ansvarlig for anmodningen om refusion, men også for overvågningen heraf, skulle refusionen udbetales fra SKAT til tax agenten. Tax agenten informerede pensionsplanen om modtagelsen om den respektive refusion og overførte samtlige refusionsbeløb til Solo Capitals kontant-konto, jf. bilag 76, som her fremlægges. Dette skete med frigørende virkning for den pågældende tax agent, idet pensionsplanen havde sin konto hos Solo Capital gruppen. I Solo-gruppen blev modtagelsen af hvert refusionsbeløb bogført på hver pensionsplans konto.

Solo Capital var berettiget til at modtage refusionsbeløbene, som tilkom pensionsplanen, idet pensionsplanen havde overdraget ejendomsretten til alle sine kontante midler til sikkerhed til sin custodian. Denne overdragelse til sikkerhed af kontante midler skete under TTC-klausulen i Custody Agreement.

Overdragelse af ejendomsretten til refusionsbeløbet står ikke i modstrid med GMSLA'en som påstået af Skattestyrelsen i styrelsens sammenfattende indlæg i føørsagerne af den 9. august 2019, idet GMSLA'en kun pantsætter de aktiver, der tilhører pensionsplanen. De kontante midler tilhører kun pensionsplanen i "et logisk sekund", hvorefter de i henhold til TTC-klausulen umiddelbart overdrages til custodianens ejerskab.

Samtlige pengemidler, der tilkom pensionsplanerne, blev dog bogført på separate konti hos Solo-gruppen, således at de enkelte pensionsplaners midler til enhver tid kunne identificeres og fritages fra sikkerhedsstillelsen. Dette skete i øvrigt på baggrund af rådgivning modtaget fra advokatfirmaet Pinsent Masons, der som bekendt er Skattestyrelsens eget advokatfirma i England.

Såfremt pensionsplanen ikke havde noget udestående med sin custodian, dvs. hvis custodian ikke havde måttet betale en aktiehandel på vegne af pensionsplanen, kunne pensionsplanen på ethvert tidspunkt opsiges kontrakten med sin custodian og forlange såvel pengemidler som også aktiedepoter overført til en anden custodian/bank. Den pågældende custodian havde på intet tidspunkt nogen retigheder til aktiedepoterne, og overdragelsen af ejendomsretten til pengemidlerne skete kun til sikkerhed.

2.3.6 Introducing brokers

Eftersom det ikke er let at finde alle de her beskrevne finansielle virksomheder, der er villige til at acceptere en nystiftet enkeltmandspensionsplan som kunde til at investere i store danske aktieposter

uden selv at råde over tilstrækkelig egenkapital, er såkaldte introducering brokere nødvendige. En introducering broker introducerer kunder til de forskellige finansielle virksomheder mod honorar.

2.3.7 Arrangers

Endelig havde pensionsplanen brug for en såkaldt arranger. En arranger er en agent med eksklusiv adgang til bestemte netværk, firmaer eller forretningskoncepter (immaterielle rettigheder). Også en arranger fakturerer pensionsplanen for sine tjenesteydelser.

2.3.8 Sammenfattende bemærkninger om de involverede eksterne aktører

Aflønningen af det store antal medvirkende finansielle virksomheder, der rådede over særlig viden og særlige kontakter, eller som overtog visse finansielle risici i forbindelse med gennemførelsen af aktie-transaktionerne, efterlod pensionsplanen med en mindre del af det samlede provenu ved den omhandlede udbyttearbitrage. Dette svarer til markedspraksis og er intet tegn på, at de diverse aktører ikke skulle være uafhængige af hinanden, eller at pensionsplanen blot skulle have ageret som "stråmand" for andre involverede parter, sådan som Skattestyrelsen lader til at ville antyde.

Pensionsplanen var ikke undergivet Sanjay Shahs kontrol og kunne på ethvert tidspunkt også skifte til en anden finansiell virksomhed. Dette dokumenteres netop også, ved at en del pensionsplaner først var klienter hos Solo Capital og efterfølgende hos North Channel Bank. Pensionsplanen kender ikke de konkrete navne på de pensionsplaner, der skiftede clearer og custodian, men ved, at det skete.

Skattestyrelsen er i en bedre position til at kunne navngive de pensionsplaner, der har indgivet anmodninger om refusion på basis af et DCA udstedt af Solo Capital og senere af North Channel Bank.

2.4 Pensionsplanens forretningsmodel og transaktioner

2.4.1 Introduktion til udbyttearbitrage

Pensionsplanen anvendte den investeringsstrategi, der kaldes udbyttearbitrage. Udbyttearbitrage er helt grundlæggende en investering i aktier omkring udbyttedatoen.

Forretningsmodellen er mulig som følge af det forhold, at ikke alle aktionærer har samme skattestatus. Nogle betaler mere i udbytteskat end andre. Enkelte er – ligesom pensionsplanen – helt fritaget for at betale udbytteskat. Aktionærer der er (helt eller delvist) fritaget for at betale udbytteskat, modtager således en højere indkomst fra udbytteudlodningen end andre aktionærer, der er mindre gunstigt stillet.

Aktionærer der ikke har adgang til en dobbeltbeskatningsoverenskomst, ved med sikkerhed, at de på udbyttedatoen mister 27 pct. af udbyttet. Disse 27 pct. mister en amerikansk pensionsplan ikke. Aktionærer, der skattemæssigt set ikke står så godt som pensionsplanen, vil derfor gerne sælge aktierne hen over udbyttedatoen. Dette gør de i reglen ved at sælge aktierne kort før eller på selve udbyttedatoen til den aktuelle markedspris (som stadig indeholder hele bruttoudbyttet) og købe aktier tilbage fra markedet ved at købe en forwardkontrakt.

Dagen efter udbyttedatoen falder aktierne i pris, idet selskabet jo har mistet værdi pga. udlodningen af udbyttet. Teoretisk set skulle aktierne dagen efter udbyttedatoen – også kaldet ex-datoen, idet det er den første dag hvor, aktierne handles udenret til udbytte – falde med samme beløb som bruttoudbyttet. Det er jo den værdi, som selskabet mister i kroner og ører ved selve udlodningen.

I praksis falder prisen dog stort set aldrig med nøjagtig samme beløb som brutto- udbyttet. Allerede dette faktum tilskynder spekulationer i prisudviklingen omkring udbyttedatoen og dermed en øget handelsaktivitet på netop dette tidspunkt.

Spekulationsforretningen bliver til en arbitrageinvestering ved den parallelle investering i en forward-kontrakt.

Arbitrage er et økonomisk fagudtryk for handel med ensartede varer (og tjenesteydelser) på adskilte markeder. Handlens formål er at udnytte synlige prisforskelle på forskellige markeder. Handles den samme vare på to forskellige markeder til en forskellig pris, opstår arbitragemuligheden: Den samme vare købes og sælges samtidig på forskellige markeder, og arbitragøren kan umiddelbart se, hvilken gevinst han vil realisere.

De forskellige "markeder", der herved er tale om, kan ikke kun være forskellige børser. En og samme aktie handles ikke nødvendigvis til helt samme pris på samtlige børser. De forskellige markeder, som en arbitragør kan rette sig mod, kan også være selve aktiemarkedet og derivatmarkedet som fx forward-markedet. Prisen på en aktie, der straks købes på det såkaldte "spotmarked," er ikke den samme som prisen for samme aktie, der handles over en forwardkontrakt.

Prisen for en aktie, der handles over en forwardkontrakt, afviger allerede pga. rentefaktoren fra selve købsprisen for aktien: Hvis man over en forwardkontrakt aftaler at købe en aktie på et bestemt tidspunkt i fremtiden til en bestemt pris, vil selve forrentningen af købsprisen blive medregnet i prisen på forwardkontrakten og derved afvige fra aktieprisen på spotmarkedet.

Prisen på forwardkontrakten kan dog også afvige fra spotprisen af mange andre grunde. En årsag, til at forwardprisen kommer ud af balance med forwardprisen – sådan som den skulle ligge hvis kun forrentningen af købsprisen ville blive indkalkuleret – kan være efterspørgsel fra "tidligere aktionærer" der inden udbyttedatoen sælger deres aktier til markedet for at undgå tabet af de 27 pct. udbytteskat. Da den oprindelige aktionær uden dobbeltbeskatningsoverenskomst ved, at han ved udlodningen af udbyttet mister de 27 pct. af udbytteskatten, har udbyttet og dermed selve aktien en mindre værdi for ham, end for en pensionsplan der har ret til refusion. Denne subjektive værdiforskel, der forårsages af, at nogle aktionærer diskrimineres i forhold til andre, bringer markedet i bevægelse. Værditabet, der sker på ex-datoen, er mindre for skattebegünstigede pensionsplaner end for andre aktionærer. Pensionsplanen kan derfor sælge aktierne igen til de tidligere ejere under en forwardaftale til en højere pris, end forwardprisen skulle være, da køberen af forwarden stadig vil stå finansielt bedre, end hvis han havde beholdt aktien, modtaget et nettoudbytte og lidt en værditab på sin aktie på ex-datoen i en størrelsesorden af bruttoudbyttet.

Pensionsplanen lider et umiddelbart "tab" på ex-datoen, da aktien også i hans besiddelse mister i værdi. Bruttoudbyttet trækkes fra aktiens markedsværdi. Dette tab udlignes i pensionsplanens tilfælde dog fuldt ud ved modtagelsen af nettoudbyttet og refusionen. Tilbage bliver for pensionsplanen gevinsten, som denne kan realisere på arbitragetransaktionen: købet af aktien på spotmarkedet og salget af aktien på derivatmarkedet (forwardkontrakten).

Selvom gevinsten, som pensionsplanen realiserede, udgjorde samme værdi som refusionen af udbytteskatten, bestod selve gevinsten dog ikke i refusionen som påstået af Skattestyrelsen. Den realiserede gevinst stammede fra selve arbitrageforretningen. Denne kunne pensionsplanen ikke risikere at miste ved markedsbevægelser og var derfor nødt til at lukke samtlige positioner, når arbitragegevinsten var faldet til refusionsbeløbet.

At udbyttearbitrage er en fuldkommen legitim investeringsstrategi, fremgår af den som [bilag 77](#) fremlangte brochure fra det engelske finanstilsyn FCA fra juni 2017.

2.4.2 Transaktioner

I det følgende beskrives forretningsgangen ved udbyttearbitrage i praksis, idet hvert enkelt trin belyses nærmere.

2.4.2.1 Onboarding

Forud for iværksættelsen af pensionsplanens handelsaktivitet har pensionsplanen været igennem udførlige kontoåbningsprocedurer hos samtlige af de implicerede finansielle virksomheder, herunder broker (fondsmægler), mellem mændene til forwardkontrakterne og aktielånene samt clearing- og settlement-agenten og custodian.

Det nødvendige aftalegrundlag skulle være på plads, førend pensionsplanen kunne gennemføre handelsaktiviteten, herunder rammeaftalerne med aktielåns-mellem mændene (GMSLA-aftaler). Herved sikredes, at der pr. e-mail og med kort varsel kunne indgås en konkret aftale om udlån af et konkret antal aktier på en helt konkret dato.

2.4.2.2 Køb af aktier og salg af forward

2.4.2.2.1 Fremgangsmåden ved aktiekøb og salg af forward

Første trin i selve udbyttearbitrage-transaktionerne har bestået i at placere en købsordre til fondsmægleren. Når pensionsplanens trustee (eller den af trustee autoriserede trader) har identificeret en bestemt aktie, hvor prisen på derivatet (future/forward) er ude af balance med prisen for selve aktien på spotmarkedet, forhører trustee'en sig telefonisk hos sin aktielåns mellemmand, om der på markedet er en interesse for at låne aktier i det pågældende selskab. Giver aktielåns mellemmanden udtryk for, at der eksisterer generel forespørgsel på markedet efter at låne en bestemt aktie, placerer pensionsplanens trustee en ordre om at købe et bestemt antal aktier hos broker (fondsmægler = execution broker).

Brokern kontakter herefter sit netværk for at identificere en (eller flere) passende salgsordrer på markedet. Handlerne sker ikke nødvendigvis ved børsen. Store mængder aktier, som dem der er nødvendige, for at udbyttearbitrage kan betale sig (idet prisforskellen mellem spotmarkedet og derivatmarkedet er så minimal), handles generelt OTC, dvs. udenom børsen. Dette med henblik på at forhindre risikoen for (illegal) markedsmanipulation. Der henvises til det anførte ovenfor under afsnit 2.2.1 .

Identificerer brokern en eller flere passende salgsordrer i sit netværk af brokere, meddeler han dette til pensionsplanens trader, som anmodes om at indhente tilsagn fra clearing-agenten om, at denne vil indestå for, at afvikling vil ske. Parallelt hermed anmodes sælgers clearing-agent om at indestå for, at afviklingen vil ske. Således indestår købers clearing-agent for, at købesummen betales, og sælgers clearing-agent indestår for, at aktierne leveres. Modtager clearing-agenterne disse meldinger omkring udbyttedatoen, og kan de se, at afviklingsdatoen ligger efter "record day", markeres transaktionen i computersystemerne (som "cum ex- trade"), så de respektive custodians er opmærksomme på, at der opstår en såkaldt "market claim", når udbyttet udbetales.

"Record day" er datoen, hvor selskabet (VP Securities) verificerer, hvem der er registreret som ejere af de danske aktier. Udbyttet vil af VP Securities sendes, til den der på "record day" står registreret som ejer af en aktie. Er en aktiehandel ikke afviklet på record day endnu, vil VP Securities umiddelbart sende udbyttet til den forkerte modtager, nemlig sælgeren. Har sælger eksempelvis sit depot i Nordea, og køberen sit depot i Danske Bank, vil VP Securities sende udbyttet til Nordea. Nordea kan dog se, at aktierne efter record day er overført til Danske Bank. Nordea er derfor under den såkaldte "market

claim-proces" forpligtet til at sende udbyttet videre til Danske Bank, hvor den retmæssige ejer af aktien har sit depot.

Under market claim-processen er de respektive custodians således forpligtede til at debitere nettoudbyttet, som sælger i første omgang har modtaget, fordi han stadig stod registreret som ejer på "record day" og overføre dette nettoudbytte til køberen af aktien.

Finder brokeren ikke en passende salgsordre på markedet, kan købsordren ikke efterkommes, og pensionsplanen bliver ikke ejer af danske aktier. Eksempler på købsordrer, der ikke blev matchet, fremlægges som [bilag 78](#). Desværre har ikke alle pensionsplaner gemt kopier af de købsordrer, der ikke blev matchet, da de jo ikke havde nogen juridiske eller finansielle konsekvenser.

Idet pensionsplanen kun vil købe aktierne, hvis den samtidig kan sælge det samme antal aktier via en forward, sender pensionsplanens trader parallelt med ordren til køb af aktier også en ordre til salg af samme antal aktier via en forward- kontrakt.

Disse to ordrer – køb af aktier og salg af en forward – sendes ikke nødvendigvis til den samme broker. Kan brokeren identificere en anden broker (i sit netværk), som har en klient, der ønsker at købe aktierne over en forward, meddeler pensionsplanens broker dette til pensionsplanen, som igen opfordres til at indhente tilsagn fra clearing-agenten om at ville indestå for afviklingen.

Pensionsplanen anmoder herefter sin clearing-agent om tilsagn til at afvikle aktiekøbet og forwardsalget. Giver clearing-agenten tilsagn, meddeles dette til pensionsplanen og brokerne, som så matches handlerne. Alt dette sker indenfor få sekunder/minutter over elektroniske kommunikationssystemer.

Brokerne gennemfører handlerne som såkaldte ejermatchinghandler. Det betyder, at det er de respektive brokere, der indtræder som part i købsaftalen. Der er ikke nogen direkte kontakt mellem pensionsplanen og de ultimative sælgere af aktierne. Sælgeren af aktierne er og forbliver derfor ukendt for pensionsplanen. Der er ingen kontraktuel forbindelse mellem dem.

Idet en broker samtidig indgår flere ejermatchinghandler med forskellige brokere over aktier udstedt af samme selskab, er det ikke muligt efterfølgende at identificere den oprindelige ejer af de aktier, pensionsplanen købte. Hos brokeren blandes alle aktierne således sammen i en pulje, hvor det efterfølgende ikke længere er muligt at spore en bestemt aktie tilbage til en bestemt oprindelig sælger.

I det øjeblik hvor brokerne matcher handlerne, bliver pensionsplanen ejer af aktierne. Indenfor tre sekunder efter at ordrene er blevet matchet, sendes der automatisk en såkaldt "trade report" til børsen i London (LSE), og afviklingen af handlen sættes samtidig i gang ved de afviklingsinstruktioner der automatisk sendes til clearing-agenten. Ud over denne "trade report", der er rettet mod offentligheden, sendes der ligeledes en såkaldt "transaction report" til det engelske finanstilsyn, FCA (via LSE's Unavista MIFIR Reporting Portal – jf. Sanjay Shahs processkrift til High Court i London, afsnit 56.9). Denne "transaction report" anvendes i tilsynsmyndighedernes kontrol og overvågning af aktietransaktionerne. Begge rapporter sendes elektronisk og fuldt automatisk fra handelssystemerne (computerne), hvor aktiehandlerne blev matchet.

Efter matchingen af købs- og salgsordre begynder fristen for afviklingen af handlen at løbe. Handler, der skulle afvikles gennem Solo-gruppens selskaber, blev, som mange andre OTC-handler, afviklet med en dags længere frist, end VP Securities (som den nationale CSD) afvikler handler. Clearing-agenter har (også i henhold til FCA's regler) pligt til at sørge for, at risikoen en "fail" undgås – dvs. at en handel ikke kan afvikles – og hertil anvendes en længere afviklingsperiode, især når der er tale om så store aktieposter som de i nærværende sag omtalte. Indtil 2015 blev aktiehandlerne således afviklet, fire dage efter

ordrerne blev matchet (T+4), og fra og med 2015 blev aktiehandlerne afviklet, tre dage efter matchingen (T+3).

2.4.2.2.2 Pensionsplanens og aktiesælgers forretningsmæssige begrundelse for aktiekøb/-salg

Hovedaktørerne i en udbyttearbitragestransaktion er naturligvis køber og sælger af aktierne. Disse har modsatrettede interesser: Mens sælgeren ikke ønsker at eje aktierne på retserhvervelsestidspunktet for udbyttet (udbyttedatoen), har køberne netop interesse i at være den retmæssig ejer af aktierne på denne dato.

Den ultimative sælgers motivationer for ikke at ville eje aktierne på udbyttedatoen kan som anført være mange. Som følge af manglende ret til refusion efter den dobbeltbeskatningsaftale, som sælger er underlagt, kan sælger have en interesse i om muligt at sælge aktien til en pris, der indeholder 100 pct. af værdien af bruttoudbyttet. Han vil derved økonomisk være stillet, som om han var underlagt en dobbeltbeskatningsoverenskomst, der gav ret til refusion af hele udbytteskatten. Sælgeren kan også have et ønske om at blive beskattet af en aktieavance – frem for at blive beskattet af aktieudbyttet. I denne situation vil sælgerens søge at sælge aktien (inklusive udbytte) til en højere pris end aktiernes tilbagekøbspris efter udbyttedatoen (dvs. eksklusive udbytte).

Endvidere kan der naturligvis være tale om spekulanter, der spekulerer i, at markedsprisen for en aktie ikke falder svarende til udbyttets værdi. Sådanne spekulanter kan også optræde som sælgere af aktier inden udbyttedatoen. Der findes selvsagt også mange andre realøkonomiske incitament til salg af aktier inden udbyttedatoen. Pensionsplanen kan ikke vide, hvad der har været en given ultimativ sælgers incitament til at sælge inden udbyttedagen. Det bemærkes dog, at der notorisk kan være mange forskellige incitament hertil.

Pensionsplanen købte aktierne med henblik på at realisere en gevinst ved at købe aktierne på spotmarkedet og sælge aktierne gennem en forward eller en future. Pensionsplanens trustee / trader kan samtidig se både prisen på spotmarkedet og prisen på forward-/futuremarkedet og derved øjeblikkeligt regne sig frem til, hvilken gevinst der kan realiseres ved at købe aktierne på spotmarkedet og sælge dem gennem en forward eller en future. Forudsætningen for at denne gevinst også realiseres i virkeligheden, er blot, (1) at refusionen af udbytteskatten udbetales, og (2) at pensionsplanen kan bære omkostningerne i forbindelse med aktieudlånet, der finansierer købsprisen af aktierne.

Pensionsplanens kalkulation af investeringens rentabilitet er baseret på den forudsætning, at pensionsplanen ikke mister udbytteskatten på ex-datoen, men har krav på at modtage refusion. I modsat fald ville pensionsplanen være lige så dårligt stillet som en sælger, der ikke har adgang til udbytterefusion. Uden refusion har pensionsplanen betalt for meget for aktierne inden ex-datoen.

Pensionsplanens erhvervelse af de i sagen omhandlede aktieposter har været finansieret af de kontante sikkerhedsstillelser fra aktielåntagere. Mens aktielåntagere skal betale et gebyr for aktielånet, skal pensionsplanen betale renter for den kontante sikkerhedsstillelse. Gebyr og rentesats er variable størrelser, der til stadighed genforhandles mellem parterne afhængig af de aktuelle markedsbetingelser. Dette medfører for pensionsplanen en usikkerhed med hensyn til finansieringsomkostningerne, som kan tvinge pensionsplanen til at sælge aktierne inden udløbsdatoen for forwarden eller foranledige pensionsplanen til at forlænge aktielånet og hedgen ud over den oprindelige løbetid.

For det tilfælde at SKAT ikke har villet udbetale den refusion, som pensionsplanen har haft retskrav på, har pensionsplanen ikke haft tilstrækkelig egenkapital til umiddelbart at overleve dette tab af udbytterefusion, der svarede til 27 pct. af udbyttet. For at imødegå denne risiko har pensionsplanen generelt været nødt til at sælge aktierne på spotmarkedet og kalde aktielånet tilbage, når finansieringsom-

kostningerne i forbindelse med transaktionen nåede til et beløb svarende til den hidtidige gevinst uden udbytteskatten. Pensionsplanen ville da stadig nå et nulresultat, hvis SKAT ikke skulle udbetale refusionen. Dette er således også årsagen til, at gevinsten, der realiseres ved transaktionerne, svarer til samme beløb som udbytteskatten. Refusionen af udbytteskatten er dog kun tilbagebetaling af det beløb, som pensionsplanen mistede, da pensionsplanen havde købt aktien dagen før ex-datoen for en pris inklusive bruttoudbytte, men kun modtog et nettoudbytte fra det danske selskab under afviklingen af market claim-processen.

2.4.2.2.3 Pensionsplanens og forwardkøberens forretningsmæssige begrundelse for salg/køb af forward

Den forretningsmæssige begrundelse for at indgå en forward er i bund og grund at afdække en risikoposition: Har man en aktiepost, kan man afdække risikoen for kurssvingninger ved at sælge en forwardkontrakt. Heri aftales at sælge aktierne på et bestemt tidspunkt i fremtiden til en bestemt pris.

Også køberen af forwardkontrakten sikrer sig mod kurssvingninger ved at købe aktierne under en forwardaftale: Han ved, til hvilken pris han kan købe aktierne i fremtiden. Dette kan være et væsentligt argument for en short seller eller for en aktionær, der sælger sine aktier inden udbyttedatoen for at undgå udbytteskatten.

Hvilken konkret motivation modparterne til forwardkontrakterne har haft, kan pensionsplanen ikke udtale sig om, da den ikke havde nogen direkte kontakt til dem. Der var altid en mellemmand imellem pensionsplanen selv og den ultimative forwardmodpart.

Den ultimative modpart til en forward hedge kan have haft utallige grunde til at indgå en aftale med pensionsplanen.

Således kan den ultimative køber af en forward håbe på, at aktieprisen hurtigt stiger igen, efter den dato hvor aktien ikke længere bliver handlet med ret til udbytte (ex dividend-datoen). Empiriske undersøgelser viser således, at aktieprisen på ex-dividend datoene ikke altid falder med nøjagtig samme værdi som bruttoudbyttet, samt at aktiekursen stiger hurtigere end normalt efter ex-dividend datoene.

Den ultimative modpart til en forward kan også være en udlænding, der inden udbyttedatoen sælger sin aktie for ikke at miste udbytteskatten, som han ikke er refusionsberettiget til. Han kan ønske at sikre sig retten til at igen købe en tilsvarende post aktier i selskabet fra markedet til en bestemt pris. Han kan ved en høj prisansættelse af forwarden give arbitrageuren et incitament til at købe aktierne inden udbyttedatoen og sælge aktier efter udbyttedatoen. Modparten til forwarden kan derved bringe prisen for forwarden ud af balance med spotmarkedet.

2.4.2.3 Aktieudlån og finansiering af aktiekøb

2.4.2.3.1 Fremgangsmåden ved aktieudlån

Pensionsplanen finansierer købet af aktierne ved at låne aktierne ud og betale aktiesælger med den kontante sikkerhedsstillelse modtaget fra aktielåntager.

Ex dividend-datoen, der er den første dag, hvor aktierne handles uden krav på udbytte, indtræder mellem handelsdatoen og udlånsdatoen og afviklingsdatoen. Uanset at aktiernes værdi således er lavere på udlånsdatoen end på handelsdatoen, stiller aktielåntager en kontant sikkerhed svarende til købsprisen på handelsdatoen. Dette er helt almindelig markedspraksis, idet aktielångiver i reglen altid forlanger mere i sikkerhed for aktielånet end den aktuelle markedsværdi af aktierne, jf. afsnit 8.1 i dette

indlæg. Dette adskiller netop et aktieudlån fra et lån mod håndpant i aktier. Her er det aktiernes værdi, der overstiger lånets værdi.

Ved aktielån er det dog aktieudlåner, der beskyttes, mod risikoen for at aktielåntager – som i mange tilfælde netop er en short seller – ikke kan levere de lånte aktier tilbage. Derfor overstiger den kontante sikkerhedsstillelse den aktuelle markedsværdi af aktierne.

Som anført ovenfor har pensionsplanen allerede forud for købet af de omhandlede aktier indgået en GMSLA-rammeaftale med aktielånmellemanden, der indeholder de generelle betingelser for aktieudlånet. Pensionsplanen og aktielånmellemanden aftaler herefter de konkrete vilkår om hvilke aktier, antallet af aktier, låne-gebyret, rentesats osv. Disse aftaler indgås via e-mail. Når aktielånmellemanden og pensionsplanen er enige om lånebetingelserne, meddeles aktielånet til clearing-agenten og custodian. Disse kontrollerer, at den fra aktielångiver modtagne besked om aktieudlån svarer til den fra aktielånmellemanden modtagne besked. Er dette tilfældet, bekræftes aktieudlånet.

Idet pensionsplanen anvender den kontante sikkerhedsstillelse fra aktielåntager til at betale købsprisen for aktierne, skal aktieudlånet afvikles samme dag hos clearing-agenten og custodian som selve aktiekøbet. Uden betaling af købsprisen leveres aktierne ikke til pensionsplanens depotkonto hos custodian.

Afviklingen af aktiekøbet sker parallelt med afviklingen af aktieudlånet. Aktierne registreres dermed tre henholdsvis fire dage efter købet af aktierne, først på pensionsplanens depotkonto og derefter på aktielåntagerens depotkonto. Denne registrering på pensionsplanens konto er af afgørende betydning for, at pensionsplanens market claim afvikles korrekt, og at pensionsplanen modtager udbyttet, der i første omgang var sendt forkert af sted af VP Securities til sælgerens konto.

Selvom samtlige betingelser aftales pr. E-mail, når selve aktielånet indgås, betyder det ikke, at betingelserne for aktielånet er fastlåst. Da aktielånene ikke havde en fast løbetid (se: "term: open") var de åbne for konstante genforhandlinger, dvs. at pensionsplanen på ethvert tidspunkt kunne forlange et andet gebyr, og at aktie-låntageren på ethvert tidspunkt kunne forlange en anden rente ved at true med straks at opsiges lånet. Havde pensionsplanen interesse i at lade aktielånet løbe videre, ville denne acceptere de ændrede betingelser. Tilsvarende forholdt det sig for aktielåntageren.

Som eksempel på disse e-mails, ved hvilke aktielånsbetingelserne blev løbende ændres, fremlægges bilag 79.

Den af Skattestyrelsen i det sammenfattende indlæg af den 9. august 2019 i førersagerne, afsnit 4.5, side 28, anførte formel er derfor ganske rigtig, men den kan ikke anvendes til at nå frem til det nøjagtige beløb, som den samlede Stock Lending Fee udgjorde. Uden at kende den til enhver tid gældende nøjagtige rentesats, der fandt anvendelse hver enkelt dag, er det ikke muligt at regne baglæns, sådan som Skattestyrelsen forsøger på side 29. Den af Skattestyrelsen påståede "regnefejl" kan ikke konstateres.

Da Skattestyrelsen anvender den forkerte rentesats på samtlige beregninger af samtlige aktielån for alle pensionsplanerne, kommer styrelsen naturligvis også til samme "regnefejl" i alle sagerne. Når Styrelsen når den konklusion, at der foreligger en fejl i alle sagerne, burde Styrelsen nærmere komme til den konklusion, at der må være en fejl i styrelsens fremgangsmåde og tage variable rentesatser i betragtning for de forskellige dage.

At Skattestyrelsen ikke kan få styrelsens egne beregninger til at stemme, er ikke et tegn på svindel, men et tegn på at styrelsen ikke ved, hvordan aktielånsbranchen fungerer i realiteten.

2.4.2.3.2 Pensionsplanens og aktielåntagers forretningsmæssige begrundelse for aktieudlån

Pensionsplanen har til betaling af de købte aktier brug for kontante midler. Disse fremskaffes ved at låne aktierne ud og modtage en kontant sikkerhedsstillelse for aktierne, der svarer til købsprisen. Finansindustrien taler herved om såkaldte "cash-neutral-transactions".

Aktielåntageren kan have mange bevæggrunde for at ville låne aktierne.

Det er således ikke korrekt, når Skattestyrelsen påstår, at aktielåntageren alene har haft short selling som formål.

Aktielåntageren kan således have brug for de lånte aktier til hedging. Aktielåntageren kan også være en bank, der ønsker af komme af med store likvide pengemidler for at have et andet, mere værdifuldt aktiv i regnskabet end kontante pengemidler. En aktielåntager kan ligeledes være et investeringsselskab, der skal respektere en bestemt allokering af sine aktiver (risikospredning) og derfor har brug for flere aktier i sit depot på regnskabsdatoen.

Den Europæiske Centralbank henviser på sin internetside (https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/securities_lending.de.html) også udtrykkeligt til, at der eksisterer mange årsager til at låne en aktie: Hvis man kun midlertidigt har brug for en aktie en enkelt dag eller enkelte uger, så er det ofte billigere, hurtigere og mindre risikabelt at låne aktierne i stedet for at købe dem. Mange forskellige strategier, der bruges på de finansielle markeder, beror på aktielån. De lånte aktier kan bruges til handel (løbe en risiko for at realisere en gevinst), arbitrage (realisere en risikofri gevinst fra prisforskelle) eller hedgingformål (nedsætte risiko). Hvis aktier af en hvilken som helst grund leveres sent, kan aktielån være en mulighed for at fremskaffe de manglende aktier til tiden.

Det bør i dette sammenhæng bemærkes, at verdens største nationalbanker selv agerer som låntager af værdipapirer som middel til at realisere deres pengepolitik. Herved kan nationalbanker pumpe yderligere likviditet ind i markedet med henblik på at øge pengemængden og derigennem øge inflationen. Således er det også alment kendt, at den schweiziske og japanske nationalbank er registrerede som verdens største ejere af børsnoterede aktier – om disse nu er købt eller lånt.

Størrelsen af den globale aktieudlånsindustri udgør USD 10 billioner, hvorfor det selvsagt er umuligt at redegøre for alle de mulige bevæggrunde, som en aktielåntager kan have.

Aktielåntageren vil derfor ikke nødvendigvis have den forventning, at aktieprisen vil falde, således som Skattestyrelsen påstår i indlægget.

Aktielåntageren og pensionsplanen har modsatrettede interesser: Mens pensionsplanen har aktier og har brug for kontante pengemidler, har aktielåntageren – der råder over kontante pengemidler – brug for aktierne. Begge parter i et aktieudlån tager betaling for deres ydelser: Aktielåntager forlanger renter på den kontante sikkerhedsstillelse, som han skal stille, og pensionsplanen forlanger et gebyr for at låne aktierne ud. Hvem, der herved realiserer et tab, og hvem, der realiserer en gevinst, afhænger af de aktuelle markedsbetingelser og de involverede parter forhandlingsevner.

2.4.2.3.3 Øvrige bemærkninger til finansiering af aktiekøb

Pensionsplaner, der ikke har tilstrækkelig egenkapital til selv at betale for aktierne, handler, under det der er kendt som "margin trading" eller gearing. Herved kan handles et enormt antal aktier (eller andre aktiver) uden at anvende egenkapital. Alt, hvad investoren har brug for, er en prime broker, der forsyner investoren med den nødvendige kapital.

Arbitragetransaktioner (ikke blot dem, der foretages omkring udbyttedatoen) kan finansieres uden egenkapital, når gevinsten ved at købe en aktie på spotmarkedet og samtidig sælge derivativet på forwardmarkedet straks kan determineres. I reglen er prisforskellen mellem spot- og forwardmarked minimal. Der skal derfor et enormt handelsvolumen til for at skabe nok gevinst, til at strategien giver nok afkast til at betale samtlige tjenesteydelser i denne forbindelse.

Prime brokere, der i nærværende sager var custodians, og clearing-agenterne behøver ikke nødvendigvis selv direkte at finansiere investoren i form af en kredit.

Prime brokern kan også blot agere som garant for, at betalingen af aktierne vil ske. Skaffer pensionsplanen sig de nødvendige finansielle midler til at betale for aktierne ved at låne disse ud mod en kontant sikkerhedsstillelse, begrænser prime brokerens rolle sig til at være garant.

2.4.2.4 Afvikling af transaktionerne (settlement)

Selve afviklingen af aktiekøbene blev indtil 2015 gennemført fire dage og fra 2015 tre dage efter de omhandlede køb af aktier og salg af forwards. Aktiekøbene afvikledes ved clearing og afregning (settlement). Det var clearing-agentens opgave at beregne, hvilken sum penge der i alt skulle fra købers custodian til brokern (og derfra videre til den ultimative sælger), og hvor mange aktier der i alt skulle fra custodians depotkonto til pensionsplanens depotkonto.

Disse afregninger kan ske på brutto- eller nettobasis. Det betyder, at hver eneste handel enten kan betales separat, og hver eneste antal aktier overdrages separat til pensionsplanens custodian (bruttoafvikling). Alternativt kan samtlige købs- og salgssummer, der skal udredes mellem brokerens (= sælgerens) custodian og køberens custodian, modregnes hinanden, og samtlige tilgange og salg af aktieposter nettes (modregnes), således at der kun overføres en enkelt nettosum penge, og der kun overdrages en samlet nettopost af aktier mellem købers og sælgers custodian (nettoafvikling efter netting).

Anvendes der netting under clearing- og settlementproceduren, kan en aktie aldrig spores fra den ultimative sælger, til den pensionsplan der købte aktien. Efter netting af alle køb og salg vil pensionsplanen med høj sandsynlighed netop ikke modtage en aktie, der på et tidspunkt lå i brokerens eller den ultimative sælgers depot, men en aktie, der tidligere lå i depotet for en anden kunde hos samme custodian. Dette er netop formålet med netting: Der overdrages færre aktier mellem diverse custodians.

Skulle pensionsplanen på dagen for afviklingen af handlen endnu ikke have modtaget den kontante sikkerhedsstillelse for aktieudlånet, hæfter clearing-agenten over for brokern (sælgeren) for betalingen af købsprisen. Efter købs- og salgsordre er matchet, kan afviklingen af handlen ikke længere stoppes. Clearing-agenten har pligt til selv at betale aktierne, hvis køber ikke har tilstrækkelige midler.

Det bemærkes, at clearing-agenten i ingen af de af pensionsplanen gennemførte handler har måttet udrede købsprisen, indtil et aktielån var på plads.

Pensionsplanen fik samme dag afviklet aktiekøbet, forwarden og aktieudlånet. Pensionsplanen registreredes herved fire henholdsvis tre dage efter købet som ejer af aktierne. Pensionsplanen var således i en periode af fire henholdsvis tre dage ejer af aktierne, uden at dette var registreret hos custodian. Registreringen hos custodian skete først, når pensionsplanen betalte for aktierne og fik dem leveret til sin depotkonto. Dette betød, at den oprindelige ejer i de første fire henholdsvis tre dage efter købsaftalens indgåelse stadig var registreret som ejer af aktierne, selvom vedkommende ikke længere var den retmæssige ejer af aktierne.

Efter at pensionsplanen havde været retmæssig ejer af aktierne i flere dage, lånte pensionsplanen aktierne ud, således at købesummen kunne erlægges. Aktielåntager blev fra dette tidspunkt registreret som den nye civilretlige ejer.

Registreringen af ejerskabet af aktierne er under dansk lovgivning dog ikke nogen forudsætning for at erhverve ejerskab. Registreringen er kun deklaratorisk og tjener sikringen af rettighederne som ejer mod tredjemand. På dette punkt adskiller dansk lovgivning sig fundamentalt fra tysk lovgivning. Det er derfor så fatalt for Skattestyrelsen at basere hele styrelsens argumentation i sagen på tysk retspraksis.

Skattestyrelsen tillægger registreringen af ejerskabet hos custodian en betydning for ejerskabet, som denne ikke har. Pensionsplanens ejerskab starter ikke først ved registreringen af købet hos custodian, hvorfor der heller ikke er tale om et "gennemgangs-ejerskab" af aktierne for få minutter, når først pensionsplanen registreres som ejer, og aktielåntager dernæst umiddelbart efter registreres som civilretlig ejer under aktieudlånet. Pensionsplanen var ejer af aktierne allerede fra matchingen af købsordren.

2.4.2.5 Transaktionernes løbetid

Som anført ovenfor blev de købte aktier aldrig leveret under forward hedgen, idet pensionsplanen altid differenceafregnede mellemværendet med forwardmodparterne.

Pensionsplanen holdt aldrig aktierne i netop samme periode som forward kontraktens løbetid. Gennemsnitligt gik der 90 dage mellem pensionsplanens køb og salg af aktierne. Denne løbetid blev opnået ved enten (1) at forlænge forwardkontrakterne (såkaldt "roll-over"), (2) ved at købe en anden forward fra markedet med samme afviklingsdato som den oprindeligt solgte forwardkontrakt eller (3) ved en tidligere differenceafregning af den solgte forwardkontrakt. At forwardens løbetid generelt ikke blev overholdt, er dokumentation for, at det drejer sig om ægte transaktioner, idet de er underlagt markedernes bevægelser.

Skattestyrelsens påstand om, at pensionsplanen skulle have handlet aktierne så hurtig efter hinanden, at det ikke var muligt at identificere den retmæssige ejer, er således tydeligvis ikke korrekt. Når der går 90 dage mellem køb og salg af aktierne, giver det ingen mening at tale om "looping" af aktierne.

Den af Skattestyrelsen fremførte påstand om "looping" lader til at være en påstand, der helt ukritisk er overtaget fra de tyske "cum ex-sager". Dette, til trods for at Skattestyrelsen og Skatteministeriet begge er af den overbevisning, at (1) cum ex-trading ikke er mulig i Danmark, og at (2) ingen af pensionsplanerne angiveligt slet ikke skulle have købt nogen danske aktier. Ønsker Skattestyrelsen virkelig at støtte sig til den tyske argumentation, må Skattestyrelsen først indrømme, at (1) dette drejer sig om en cum ex-sag, og (2) alle pensionsplanerne virkelig købte og solgte danske aktier. Tyskerne har, i alle de mange år de har kæmpet for at ændre lovgivningen for at forhindre cum ex-trading, aldrig påstået, at der slet ingen handel fandt sted. Tyskerne indrømmer desuden, at der eksisterede en mangelfuld lovgivning.

Pensionsplanen var i stand til at lade 90 dage gå, inden de solgte aktierne igen, fordi finansieringen var sikret ved et aktieudlån. Så længe pensionsplanen realiserede et positivt resultat ved aktieudlånet (dvs. så længe aktieudlånsgebyret oversteg renterne på den kontante sikkerhedsstillelse), eller pensionsplanen i det mindste ikke realiserede et tab, der oversteg arbitragegevinsten, kunne pensionsplanen holde på aktierne og lade aktielånet løbe videre.

I de tilfælde hvor gebyret for aktieudlånet oversteg renterne, som pensionsplanen skulle betale for den kontante sikkerhedsstillelse, og pensionsplanen således realiserede en gevinst på at opretholde aktieudlånet, var det enten modtagelsen af re-fusionen eller udviklingen af priserne på aktiemarkedene, der bevirkede, at pensionsplanen lukkede samtlige positioner. Da forwardkontrakten var solgt, til en pris der var ude af balance med det aktuelle aktiemarked, kunne den normale prisudvikling af såvel aktiemarkedet som også forwardmarkedet bevirke, at pensionsplanen ville realisere de hidtidige gevinster og ikke løbe yderligere risici.

Den kalkulerede gevinst, som pensionsplanerne skulle realisere, lå på samme niveau som udbytteskatten, og når den var nået, var den målsatte gevinst realiseret, og positionerne lukket.

2.4.2.6 Positionerne lukkes

Som alle pensionsordninger har en solo 401K-pensionsplan som mål at generere et overskud og under alle omstændigheder undgå at realisere tab.

Udbyttearbitrage er her en oplagt investeringsform, idet traderen ved en nøje overvågning af investeringen kan lukke positionerne i tide til at undgå at realisere et tab.

Pensionsplanen ved, i det øjeblik hvor aktierne købes, og forward kontrakten sælges, hvilken gevinst der kan realiseres (købs- og salgspriser er begge kendte). De eneste usikkerhedsfaktorer, som transaktionen er forbundet med, er, (1) om og hvornår refusionen udbetales, og (2) omkostningerne forbundet med aktieudlånet og dermed med finansieringen af aktiekøbet.

Pensionsplanen ved, at salgsprisen på forwarden ligger under købsprisen for aktierne. Det er også ganske normalt, da udbyttet forfalder mellem aktiernes købsdato og forwardkontraktens udløbsdato. Hvis salgsprisen på forwarden plus bruttoudbyttet ligger over aktiernes købspris (på spotmarkedet), kan pensionsplanen regne med at realisere en gevinst. Fra denne gevinst er pensionsplanen kun nødt til at trække omkostningerne for aktieudlånet fra.

Betingelserne for aktieudlånet (= renterne på den kontante sikkerhedsstillelse og gebyret for aktielånet) er konstant genstand for genforhandlinger, idet både aktie- långiver og aktielåntager på ethvert tidspunkt kan opsige aktielånet. Det betyder i praksis, at de aktuelle markedsbetingelser for aktieudlån konstant har direkte indflydelse på omkostningerne for transaktionen. Stiger omkostningerne for aktieudlånet, således at pensionsplanen ikke længere kan realisere en gevinst, hvis refusionen ikke modtages, er pensionsplanen nødt til at lukke samtlige positioner: sige aktieudlånet op, sælge aktierne og købe en forward/forwarden.

Aktielånet kan siges op med dags varsel.

Forwardkontrakten kan enten købes tilbage, eller pensionsplanen kan indgå en tilsvarende forwardkontrakt over køb af samme antal aktier, som den tidligere har solgt, med samme afviklingsdato som det oprindelige salg.

Salget af aktierne sker helt efter samme procedure som købet af aktierne beskrevet ovenfor. Nu er pensionsplanen blot sælger ikke køber.

2.4.2.7 Gevinsten realiseres

Pensionsplanen starter hele transaktionen med et likviditetsmæssigt tab: Pensionsplanen har købt aktierne for deres fulde værdi – inklusive bruttoudbyttet – og den næste dag (på ex-datoen) handles aktierne til en lavere værdi. Teoretisk set skulle denne lavere værdi svare til bruttoudbyttet. Markederne reagerer dog anderledes end teorien. Sommetider falder aktieprisen mere, sommetider mindre end bruttoudbyttet.

Faktum er dog, at markedsprisen af de af pensionsplanen købte aktier allerede dagen efter købet falder. Dette "tab" udlignes af to betalinger: nettoudbyttet og refusionen. Det betyder, at tabet på den meget likvide aktieværdi erstattes af to mindre likvide aktivposter: kravet på nettoudbyttet og

refusionskravet. Mens nettoudbyttet i reglen modtages få dage efter aktiekøbet, varer det flere måneder, inden refusionen bliver modtaget.

Bogholderimæssigt realiserede pensionsplanen heller ikke noget tab dagen efter købet, på trods af at markedspriserne for aktierne faldt, for pensionsplanen solgte samtidig en forward. Summen af værdien for forwarden, nettoudbyttet og udbytterefusionen var altid mindst den samme som købsprisen af aktierne. Formålet med en forward-hedge er jo netop at udligne det tab der sker på værdien af aktierne ved en tilsvarende stigning i værdien af hedgen.

Gevinsten, som pensionsplanen realiserer, stammer således ikke fra refusionen. Refusionen inddækker kun tabet på aktieværdien. Gevinsten stammer derimod enten fra et overskud realiseret under aktieudlånet (hvis gebyret for aktieudlånet oversteg renterne, der skule betales på den kontante sikkerhedsstillelse), fra salget af aktierne eller fra differenceafregningen af forwardkontrakten.

Grunden til, at det regnskabsmæssigt giver indtryk af, at pensionsplanens gevinst var refusionen (jf. Skattestyrelsens sammenfattende indlæg i førersagerne af den 9. august 2019, afsnit 4.2, side 24), er den, at pensionsplanen principielt lukkede sine positioner, når den gevinst, som pensionsplanen kunne realisere under aktieudlånet, aktiesalget og/eller forwardkontrakten udgjorde samme værdi som refusionen. Ville pensionsplanen lade investeringen løbe videre, kunne pensionsplanen risikere at realisere et tab: Nemlig i tilfælde af at refusionen ikke ville blive udbetalt.

2.4.2.8 Sammenfattende bemærkninger om forretningsmodellen og trans- aktionerne

I nærværende sag købte pensionsplanen de danske aktier inden udbyttets ex- dato, dvs. inden udbyttet blev trukket fra aktien. Den blev ejer af aktierne og udbyttet på baggrund af en endelig og bindende aftale om køb af aktierne.

Denne aftale blev indgået, ved at pensionsplanens købsordre elektronisk blev matchet med en salgsordre ved en mægler. Pensionsplanen betalte 100 pct. af den aktuelle markedspris, inden udbyttet blev trukket fra aktiens værdi. Købsprisen var således inklusive 100 pct. af bruttoudbyttet.

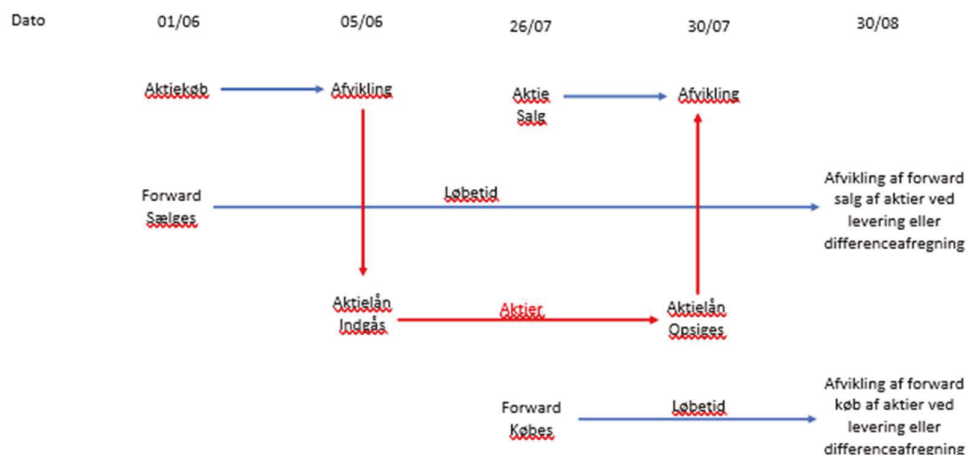
Da pensionsplanen havde adgang til en dobbeltbeskatningsoverenskomst, der giver den ret til refusion af udbytteskatten, havde aktierne også denne værdi for pensionsplanen, selvom de umiddelbart kun modtog nettoudbyttet på sin konto hos sin custodian.

Aktierne blev betalt tre henholdsvis fire dage efter købet ved at låne aktierne ud efter udbyttedatoen og derved modtage en kontant sikkerhedsstillelse svarende til købsprisen for aktierne. De enkelte aktielån blev trukket under GMSLA'en, der var indgået forud for aktiehandlen som en rammeaftale. Detaljerne for hvert enkelt aktielån blev fastlagt ved e-mailkorrespondance. E-mailkorrespondancen fremlægges som bilag 80.

Den økonomiske risiko forbundet med transaktionen blev styret ved hjælp af en forward hedge (i 2012 anvendtes futures til samme formål). Samme dag som aktierne blev købt, blev der indgået en forward hedge over salget af aktierne på et senere tidspunkt til en fastlagt pris. Aktierne blev dog i ingen af sagerne leveret under forward hedgen. Forward hedgen blev altid differenceafregnet. Derved var risikoen for at miste ejerskabet til aktierne ved indgåelsen af hedgen udelukket.

Til illustration af forløbet af transaktionerne i den af pensionsplanen gennemførte udbyttearbitrage henvises til tidslinjen nedenfor. Tidslinjen illustrerer endvidere, at pensionsplanen umuligt kan have solgt de "samme" aktier under en forwardkontrakt, som de lige havde købt samme dag, selv hvis der

ses bort fra det faktum, at forwarden generelt blev afviklet ved differenceafregning, og at der aldrig blev leveret aktier under forwardkontrakten.



Det var forskellen mellem prisen for aktien på spotmarkedet og prisen for aktien på forwardmarkedet, der fik pensionsplanen til at købe aktierne umiddelbart før udbetalingen af udbyttet. Pensionsplanens trader kunne se, at salgsprisen på forwardmarkedet ikke lå lige så langt under prisen på spotmarkedet, som bruttoudbyttet matematisk ville medføre. Dette kan som anført blandt andet skyldes, at de sælgere, der ønsker at købe aktierne tilbage efter udbyttedatoen, tilbyder mere end normalt for aktierne, da udbyttet af deres aktier beskattes med 27 %, hvorfor disse sælgere kan tilbyde en højere pris for forwarden end andre købere. Grunden hertil er en øget efterspørgsel fra markedet på at købe aktier efter udbyttedatoen (fx fra dem der har solgt aktierne inden udbyttedatoen).

Ved at købe aktien, modtage nettoudbyttet samt refusion af indeholdt udbytteskat og sælge aktien igen til en lavere pris (aktieprisen falder efter udbetaling af udbytte) kunne pensionsplanen realisere en gevinst. Det var denne gevinst, der var formålet med hele transaktionen – og det, som skabte det økonomiske overskud. Hensigten med transaktionerne var således ikke blot at opnå refusion af udbytteskat fra de danske skattemyndigheder, sådan som det påstås af Skattestyrelsen. Tværtimod bevirkede den efterfølgende refusion af indeholdt udbytteskat blot, at dispositionen var skattemæssigt neutral for pensionsplanen.

Udbyttearbitrage er således intet andet end en normal arbitrageforretning. Det eneste specielle ved udbyttearbitrage er, at den gennemføres omkring datoen for udlodningen af udbyttet. Det er netop det faktum, at selskabet har til hensigt at udlodde et udbytte, der bringer markederne (spot- og forwardmarkedet) ud af balance.

Udenlandske investorer, der ikke er berettigede til udbytterefusion, søger at sælge deres aktier, inden udbyttet udloddes, for at købe dem tilbage fra markederne efter udlodningen. (Danske) aktionærer, der hellere vil realisere et resultat, der er skattepligtigt i henhold til aktieavancebeskatningsreglerne, end at modtage et aktieudbytte, søger ligeledes at sælge deres aktier til markedet inden udlodningen af udbyttet. Disse aktionærer vil eventuelt også købe aktier tilbage fra markedet efter udbyttedatoen. Og endelig er der rene spekulanter, der mener, at aktieprisen ikke falder, med netop det beløb der udbetales i udbytte, som bringer aktier på markedet lige inden udbyttedatoen. Alle disse grupper af investorer forårsager bevægelser på markedet lige omkring udbyttedatoen. Disse bevægelser er ikke

identiske på spot- og forwardmarkedet. Prisen på spotmarkedet for en og samme aktie kan udvikle sig anderledes end prisen på forwardmarkedet. Derved opstår muligheden for en arbitrageforretning.

Den eneste grund til, at udyttearbitrage kaldes udbyttearbitrage, er, at denne arbitrageforretning foretages, netop når udlodningen af udbyttet bringer specielt store bevægelser ind i markedet.

Lignende arbitrageforretninger foretages hele året rundt, idet spot- og futuremarkedet ikke kun afviger fra hinanden omkring udbyttedatoen.

Skattestyrelsen interesserer sig dog kun for udbyttearbitrage, fordi denne foretages omkring udlodningsdatoen for udbyttet og derved udløser en udbytteindkomst for arbitrageuren med deraf følgende retskrav på refusion af indeholdt udbytteskat i henhold til de gældende regler herom.

Efter pensionsplanen allerede i sit 2. indlæg udførligt havde beskrevet udbyttearbitragen for Skattestyrelsen, var det Skattestyrelsen selv, der i styrelsens 2. indlæg af den 18. januar 2019 for første gang betegnede udbyttearbitrage som en "pengemaskine". Dette begreb er ikke pensionsplanernes, således som Skattestyrelsen igen påstår det i styrelsens sammenfattende indlæg i førersagerne af den 8. august 2019, afsnit 8.1.

Utroligt nok bliver Skattestyrelsen gennem samtlige indlæg ved med at benægte eksistensen af udbyttearbitrage (senest i det sammenfattende indlæg i førersagerne af den 9. august 2019, afsnit 4.3, side 26). Dette, til trods for den megen omtale denne investeringsstrategi har fået under betegnelsen "cum ex" ikke kun i dansk, men også i international presse, og den grundige undersøgelse foretaget af ESMA på foranledning af Europarådet, jf. Europaparlamentets forslag til beslutning om en fælles løsning fra november 2018, som her fremlægges som bilag 81. Da Skattestyrelsen den 9. august 2019 fremsendte sit sammenfattende indlæg i førersagerne, forelå ESMA's rapport om udbyttearbitrage allerede. Det hjælper derfor ikke Skattestyrelsens sag at benægte realiteterne.

Det vidner også kun om naivitet at tro, at det udelukkende er pensionsplanerne, der realiserer en gevinst ved udbyttearbitragen. Det er dog kun synligt for pensionsplanerne, hvilken gevinst de selv realiserede ved forretningen. Det er jo deres forretning. Pensionsplanerne kan umuligt redegøre for uafhængige tredjeparters forretningsmodeller og profit.

Pensionsplanerne skal naturligvis ikke dele deres gevinst med modparterne til aktielånet og forwarden. Det ville jo have betydet et illegalt samarbejde mellem disse uafhængige markedsdeltagere. Aktielåntager og forwardmodparten har forretningsmæssige interesser, der er modsat dem, som pensionsplanerne har. De samarbejder naturligvis ikke og deler ingen gevinst.

Efter så mange siders beskrivelser af udbyttearbitrage gennem de tidligere indlæg er det også ufateligt, at Skattestyrelsen stadig ikke kan eller vil forstå pensionsplanernes rolle. Skattestyrelsen opremser i styrelsens indlæg af den 9. august 2019, afsnit 4.3, side 27, de forskellige aktører uden at forstå pensionsplanens rolle.

Således anføres partnerne, som følger:

<u>Part</u>	<u>Ydelse</u>
Sælger	Leverer aktierne
Pensionsplanen	?
Køber	Aftager aktierne.
Aktielåntager	Leverer finansiering.
Forward-køber/-sælger	Afdækker kursrisici.
<u>Custodian</u>	Indestår for solvens og gennemførelse af transaktioner.

Hertil bemærker Skattestyrelsen:

“Som det fremgår, byder hver part – bortset fra pensionsplanen – efter det oplyste ind med noget, der er nødvendigt, for at transaktionerne kan gennemføres med det ønskede resultat. Det siger derfor sig selv, at alle parter skal have en del af for- tjenesten, før det giver mening for dem at indgå i arbitragefor- retningen. Ellers er der intet forretningsmæssigt rationale for dem for at deltage i dette set-up, der naturligvis medfører en række risici, f.eks. medkontrahenters misligholdelse og med- kontrahenters insolvens.”

Hvad Skattestyrelsen nægter at acceptere, er, at pensionsplanen er køberen af aktierne. Der er ingen grund til spørgsmålstegnet ud for pensionsplanen. Pensionsplanen er køberen af aktierne, da pensionsplanen netop råder over en gunstig skattestatus, som den anvender til at realisere sin gevinst.

De andre parter forretning er ikke udbyttearbitrage. Der er derfor heller ingen grund til, at de skulle have del i pensionsplanens udbyttearbitragegevinst. Det giver absolut ingen mening, at køberen og sælgeren at aktier eller køberen og sælgeren af en forwardkontrakt skulle dele gevinsten, der blev realiseret ved transaktionerne. Det gør købere og sælgere aldrig.

2.4.2.9 Eksempler på transaktioner ved udbyttearbitrage

Til illustration af økonomien i de af pensionsplanens gennemførte udbyttearbitrageforretninger gennemgås i det følgende en transaktion gennemført af pensionsplanen. Det drejer sig om købet af en post aktier i TDC A/S i 2015).

En gennemgang af alle pensionsplanens transaktioner ville vise, at pensionsplanen sommetider realiserede en gevinst på køb og salg af aktierne ligesom i enhver anden investering i spekulationsøjemed. Sommetider blev gevinsten derimod realiseret på forward hedgen. Her virkede hedgen netop efter hensigten: modvirke tabene på selve aktietransaktionen. At gevinsten opstod på så forskellig vis, er netop dokumentation for realiteten af transaktionerne, og for at de på ingen måde var centralt organiseret eller styret.

Appendix 1 viser ligeledes en oversigt over samtlige aktietransaktioner, som pensionsplanen gennemførte. Det fremgår heraf, hvordan det varierer, hvor gevinsten realiseres: på aktiehandlen eller forward hedgen. Dette er typisk for udbyttearbitragetransaktioner.

En udbyttearbitragetransaktion kan opdeles i tre transaktioner: en aktiehandel, en forwardkontrakt og et aktieudlån.

Køb/salg af aktier og forwardkontrakten:

Pensionsplanen afgav den 5. marts 2015 en købsordre på 2.358.808 TDC A/S aktier til en pris på kr. 54,00 pr. aktie, i alt kr. 127.375.632,00. Betaling, levering af aktier og registrering var fastsat til at ske den 10. marts 2015. Idet købet indgås, samme dato som udlodningen af udbyttet besluttet, markeres handlen i clearing-systemet som en såkaldt "cum ex trade". Dette markerer over for de involverede custodians, at der efter afviklingen af aktiehandlen skal realiseres en market claim. Dette sikrer, at der ikke er to personer, der begge modtager udbyttet, modtager en DCA og derved kan anmode om refusion.

Pensionsplanen indgik – ligeledes den 5. marts 2015 – en forwardkontrakt (en finansiell kontrakt) vedrørende salg af 2.358.808 TDC A/S aktier til en pris på kr. 53,00 pr. aktie til afvikling den 19. juni 2015.

Pensionsplanen indgik den 2. juni 2015 en ny forwardkontrakt med samme afviklingsdag, nemlig den 19. juni 2015 vedrørende køb af 2.358.808 TDC A/S aktier til en pris på kr. 49,68 pr. aktie. Den lukkede derfor den åbne position og havde en samlet gevinst på forwarden på kr. 3,56 pr. aktie.

Den 2. juni 2015 solgte pensionsplanen aktierne med valutadato den 4. juni 2015 til en pris på kr. 49,69 pr. aktie, i alt kr. 117.209.169,52. Pensionsplanen havde således et nettotab på kr. -4,31 pr. aktie, i alt kr. -10.166.462,48.

Aktiehandlerne og forwardkontrakterne gav tilsammen et samlet tab på kr. 0,75 pr. aktie, i alt et tab på kr. 1.774.059,50.

Aktieudlånet

Den 9. marts 2015 afgav pensionsplanen en ordre til afvikling den 10. marts 2015 om at udlåne 2.358.808 TDC A/S aktier mod kontant sikkerhedsstillelse af kr. 54,00 pr. aktie, i alt kr. 127.375.632,00. Pensionsplanen modtog således kr. 127.375.632,00 som sikkerhed for at få aktierne tilbage.

Aktieudlånet blev den 2. juni 2015 sagt op med valutadato den 4. juni 2015. Dette havde den konsekvens, at aktierne skulle leveres tilbage. Aktierne havde da en markedsværdi på kr. 49,69 pr. aktie, i alt kr. 117.209.169,52.

Dette beløb samt det samlede beløb af den løbende regulering af værdiansættelsen, MTM, som udgjorde kr. -10.166.462,48 skulle tilbagebetales til aktielåntager, i alt kr. 127.375.632,00.

Dermed var aktielåntageren sikret at modtage det fulde beløb, som han havde stillet i kontant sikkerhed for aktielånet.

Herudover skulle pensionsplanen betale rente på aktieudlånet på kr. -213.000,36 samt modtage gebyr for aktieudlånet på kr. 265.130,02, i alt betale netto kr. 52.129,66.

Udbytte og refusionsbetalingen

Interimudbyttet var blevet vedtaget den 5. marts 2015.

Aktierne blev handlet uden udbytte fra den 6. marts 2015 (ex-dato).

Pay day, dvs. dagen hvor udbyttet udbetales, var den 10. marts 2015.

Pensionsplanen modtog nettoudbyttet i form af en market claim, idet sælger af aktierne stadig var registreret som ejer af aktierne på record day. Pensionsplanene var på record day (den 9. marts 2015) endnu ikke registreret som ejer af aktien, da afviklingen af købet først skete den 10. marts 2015. Record day er i Danmark dagen før pay day. VP Securities udbetalte derfor umiddelbart udbyttet til den tidligere ejer, der stadig var registreret som ejer af aktien hos VP Securities, den 9. marts 2015. I henhold til den såkaldte "market claim proces" er sælgerens custodian forpligtet til at debitere udbyttet fra sælger og kreditere udbyttet hos køber (eller sende udbyttet videre til købers custodian, så han kan kreditere købers konto). Det er således køberen af aktierne, der modtager udbyttet og er refusionsberettiget.

Bruttoudbyttet betalt af TDC A/S var kr. 1,00, i alt kr. 2.358.808,00 for pensionsplanens aktier.

Heraf udgjorde nettoudbyttet kr. 1.721.929,84 og udbytteskatten kr. 636.878,16.

Betalingen af disse to beløb til pensionsplanen udlignede blot tabet, som pensionsplanen havde på ex-datoen, da aktierne på denne dato mistede det tilsvarende beløb i værdi. Refusionen var således ikke drivkraften til investeringerne i de danske aktier. Grunden til at investere i de danske aktier var prisforskellen på spot- og forwardmarkedet, der var udløst af udlodningen af et udbytte.

3 PENSIONSPLANEN BLEV DEN CIVILRETSLIGT OG SKATTEMÆSSIGT RETMÆSSIGE EJER AF AKTIERNE

3.1 Pensionsplanen blev den civilretlige ejer af aktierne

Som udgangspunkt gælder principielt, at skatteretten styres af civilretten. Dette gælder tillige i forhold til spørgsmålet om opnåelse af ejendomsret til aktier.

Det er et grundlæggende obligationsretligt princip i dansk ret, at ejerskab til et givent aktiv opnås, når der er indgået en endelig og bindende aftale mellem parterne, som er juridisk gyldig. Dette princip gælder også for erhvervelse af aktier.

Ejerskabet erhverves, uanset om køberen måtte misligholde forpligtelsen til at betale købesummen. Af samme grund findes der regler om, at sælger efterfølgende kan hæve salget, hvis der ikke sker betaling af den aftalte købesum, medmindre der alene mangler at blive betalt et uvæsentligt beløb. Disse regler om efterfølgende ophævelse af et salg, hvis ikke køber betaler købesummen, illustrerer med al tydelighed, at betaling af købesummen ikke er en forudsætning for ejendomsrettens overgang. I givet fald ville det ikke være nødvendigt med regler om efterfølgende ophævelse af handlen, i de tilfælde hvor køber ikke betaler den aftalte købesum.

Da betalingen af købesummen ikke er en betingelse for at erhverve ejerskab, leveres aktier (i afviklingsprocessen kaldet settlement), først når betalingen sker (i henhold til princippet "Payment versus Delivery" – DvP).

Konsekvensen heraf er, at:

- Settlement af en aktiehandel, som sker hos clearing- og settlement- agenten, er ikke en forudsætning for at erhverve ejerskab af en aktie.
- Dokumentation af en pengestrøm fra køber til sælger er ikke dokumentation for, at en køber har erhvervet ejerskab til en dansk aktie.
- Dokumentation for overdragelse af en aktie fra sælgers til købers depot er ikke dokumentation for, at en køber har erhvervet ejerskab til en dansk aktie.
- Køberen af en aktie er ejer, allerede inden aktien registreres i hans depot.

- Sælges en aktie, så kort inden udbyttedatoen at aktien endnu ikke er registreret i køberens depot, bliver udbyttet udbetalt til den forkerte via VP Securities og de underliggende subcustodians. Det er med baggrund heri, at købelovens § 19, stk. 1, erklærer køberen af en aktie berettiget til modtagelsen af udbyttet (og dermed til refusion).

I overensstemmelse hermed fastholder bemærkningerne til aktieavancebeskatningslovens § 23 (L78 af den 16. november 2005, jf. bilag 12) således også:

”Det afgørende for fastlæggelse af afståelsestidspunktet er, hvornår der foreligger en endelig og bindende aftale om afståelsen. For aktier, der er handlet på børsen, vil det være børsnotaens dato (handelsdatoen) der lægges til grund.

Derudover kan fastlæggelsen af erhvervelsestidspunktet have en betydning, f.eks i forbindelse med ny lovgivning. Også her er det afgørende, hvornår der foreligger en endelig og bindende aftale om erhvervelsen. For aktier, der er handlet på børsen, vil det være børsnotaens dato (handelsdatoen), der lægges til grund”.

Tilsvarende er anført i Den Juridiske vejledning, afsnit C.B.2.1.6.1.

Handelsdatoen for en børsnoteret aktie er således det tidspunkt, hvor købs- og salgsordre “matches”. Denne matching af købs- og salgsordre – der sker ved et automatiseret “hand shake” på moderne automatiserede handelsfaciliteter – betegnes som “gennemførelsen af handlen”.

Også Skatterådet lader ingen tvivl om, at det civilretlige ejerskab erhverves på handelsdatoen, som netop ikke er afviklingsdatoen, idet det i afgørelsen af den 20. marts 2007 (SKM2008.831.SR) fastholdes, at handelsdatoen ligger efter afgivelsen af en ordre på køb af aktier, men før afviklingen af transaktionen:

”En bestilling kan ikke sidestilles med et køb [...]

[...] det er handelsdatoen, der skal lægges til grund ved fastsættelsen tidspunktet, for køb eller salg af aktier. Valørdatoen er således ikke afgørende. [...] Det gælder, uanset at valørdatoen først er den 4.1.2006 og uanset at aktierne derfor ikke var med i spørgerens depot pr 31.12.2005)”

Det er dermed på den ene side klart, at en købsordre ikke er nok til at blive ejer af en aktie. På den anden side er det på samme måde klart, at købet endnu ikke behøver at være afviklet ved bogføring på køberens depotkonto. Betaling af aktierne er derfor heller ikke nødvendig for at blive ejer af aktierne, idet købsprisen for aktierne først skal betales ved levering (delivery versus payment), jf. værdipapirhandelslovens § 72/kapitalmarkedslovens § 188, dvs. ved bogføring af aktierne på køberens depotkonto.

Pensionsplanen har i den foreliggende sag afgivet en købsordre til sine brokere om køb af aktier. Disse ordrer blev matchet med salgsordrer, der kom fra andre brokere. Denne matching er selve købsaftalen, der er endelig og bindende. Betalingen og registreringen af aktierne, der bekræfter, at aftalen var endelig og bindende, skete tre til fire dage senere.

Det kan ved sagens afgørelse således lægges til grund, at pensionsplanen var civilretlige ejere af de i sagerne omhandlede aktier.

Af dette civilretlige ejerskab følger ligeledes skattemæssigt retmæssigt ejerskab, såfremt der ikke foreligger en af de af retspraksis udviklede undtagelser.

Retspraksis har især i forbindelse med aktielån fastholdt, at aktielåntager bliver den civilretlige ejer af aktien, men ikke den skatteretligt retmæssige ejer af aktien. Aktielångiver fortsætter med at være den skattemæssigt retmæssige ejer af aktien, helt indtil aktien sælges af aktielåntager til en tredjemand.

På udbyttedatoen havde pensionsplanen ikke lånt aktierne ud. Udlånet skete først tre til fire dage senere. Om aktielåntager efterfølgende lånte aktierne ud, beholdt dem eller solgte dem videre til en tredjemand, kan pensionsplanen ikke vide. Pensionsplanen blev derfor ved med at være den skattemæssigt retmæssige ejer af aktierne, selvom der tre-fire dage senere fulgte et aktieudlån.

At forwardkontrakten blev indgået, samme dag som aktierne blev købt, medfører ligeledes ikke, at pensionsplanen mistede det skattemæssigt retmæssige ejerskab til aktierne.

3.2 Handel med store aktieposter – shortselling

Skattestyrelsen mener i det sammenfattende indlæg til førersagerne af den 9. august 2019, afsnit 4.1, side 22-24, at der er handlet urealistisk store aktieposter, og at pensionsplanerne af den grund umuligt kan have været ejere af de omtalte aktier. Styrelsen mener, at det skulle være umuligt at erhverve så store aktieposter på en enkelt dag. Som eksempel herfor angiver styrelsen et salg af aktier for kr. 3,9 mia., som blev solgt gennem accelereret bookbuilding – ikke på det fri marked.

Styrelsen bemærker således ganske rigtigt, at store aktieposter netop ikke handles på børsen. Til store aktieposter søges alternative markeder OTC.

Ville Skattestyrelsen foretage en lignende analyse af alle handler foretaget fx af Danske Bank, Deutsche Bank, Citibank eller Blackrock, ville skattestyrelsen nå frem til lignende store handler med aktier. Der handles hver dag af alle store aktører på markedet ufatteligt store aktieposter.

Da det ganske rigtigt kan være svært at skaffe store aktieposter, er det evident, at der blandt de aktier, som pensionsplanerne købte, logisk nok må have været en del aktier solgt af short sellere. Hvilke og hvor mange aktier der kom fra long owners eller short sellere, er umuligt at sige. Men det gælder for enhver køber af aktier. Ingen kan vide, hvem han køber en aktie af. Hverken ved børshandler eller ved OTC-handler.

3.2.1 Introduktion til short selling

Short selling er ikke lovreguleret i Danmark med undtagelse af reglerne om forbud mod udækket short selling og enkelte flagningsregler.

Ifølge notat af den 10. april 2018 fra Finanstilsynet vedrørende short selling i Danmark, der fremlægges som bilag 82, betyder short selling i henhold til Finanstilsynets egen definition, , salg af en aktie, som sælger ikke ejer på salgstidspunktet, i modsætning til en almindelig værdipapirhandel, hvor sælgeren ejer det værdipapir, som sælges.

Det er internationalt anerkendt, at en short seller betragtes som dækket, hvis han blot har en rammeaftale om aktielån på plads, på det tidspunkt hvor han sælger de aktier, han ikke ejer. En sådan rammeaftale er en GMSLA. Den, der ønsker at sælge aktier, han ikke ejer, skal ved en rammeaftale om aktielån blot sikre sig at kunne levere aktierne på leveringstidspunktet. I short selling-branchen tales herudover også om en "lokaliseringsaftale": Short selleren skal være i stand til at lokalisere de aktier, som dækker hans salg, så han kan levere på afregningstidspunktet. For at udtrykke det med Finanstilsynets ord, jf. bilag 82, side 2, så skal en short seller

"altså før salget have været i stand til at låne papiret eller på tilsvarende vis sikret sig at kunne få overført ejerskab til papiret."

"At være i stand" til at låne er netop ikke det samme som allerede at have lånt. Derfor taler Finanstilsynet om, at short selleren blot skal sikre sig, at han kan overføre ejerskab.

Short selleren skal med andre ord ikke indgå en **konkret** aftale om lån af et bestemt antal aktier, inden salget foretages, sådan som Skattestyrelsen postulerer i indlægget af den 9. august 2019, idet en sådan aftale ville gøre "short selleren" til den civilretlige ejer af aktien. Han ville dermed slet ikke være short seller længere, men en "long owner seller." Short selling kan derfor (legalt) kun forekomme i form af salg under rammeaftaler om aktielån (medmindre der er tale om short selling foretaget af såkaldte "market makere" – banker autoriseret til at foretage udækket short selling).

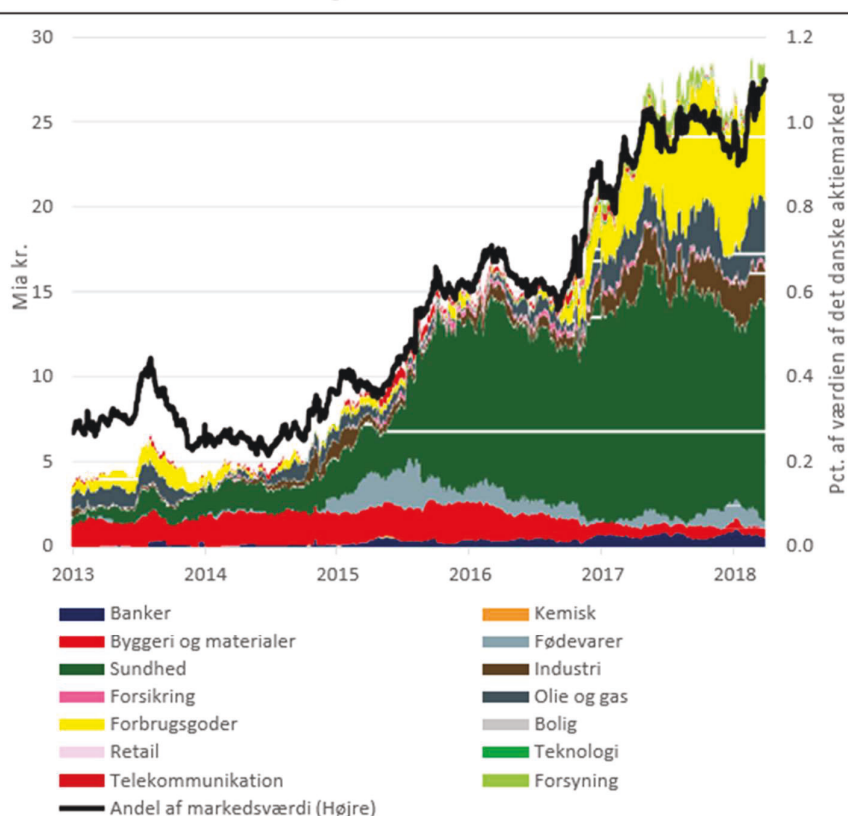
Idet en short seller blot skal være dækket i form af indgåelse af en rammeaftale om aktielån, har short selling den konsekvens, at en short seller øger antallet af aktier i handel, og dermed antallet af aktier som indgås endelige og bindende aftaler om køb af. Alle køberne af disse aktier bliver i henhold til obligationsrettens almindelige regler ejere af de erhvervede aktier.

Finanstilsynet fremhæver således også i bilag 82, side 6:

*"Tilsvarende gør short selling det muligt for market makere at tilbyde deres kunder (detailkunder såvel som institutionelle kunder) at købe et værdipapir, selvom om **market makeren ikke kan skaffe papiret fra sin egenbeholdning eller via markedet på tidspunktet for kundens ordre.**" (vores fremhævning)*

Short sælere kan i praksis sælge et ubegrænset antal aktier, så længe de blot har lokaliseraftaler om aktielån (GMSLA'er), der gør det muligt for dem at levere de solgte aktier. Således var værdien af korte positioner i danske børsnoterede aktier i starten af 2018 ca. kr. 25 mia. svarende til ca. 1 pct. af den samlede værdi af det danske noterede aktiemarked. Og disse tal omfatter kun korte positioner, der hver især har været indberetningspligtige. Har de ultimative sælgere af aktierne, som blev solgt til pensionsplanerne, delvist været short sælere, behøver de ikke nødvendigvis at dukke op i disse statistikker, hvis hver short sellers nettoposition ikke oversteg 0,2 pct. af den af selskabet udstedte aktiekapital.

Figur 3: Værdien af korte nettopositioner i danske børsnoterede aktier er seksdoblet siden 2013



Note: Figuren viser markedsværdien i danske kroner af udestående korte nettopositioner over 0,2 pct. af den udstedte aktiekapital i danske børsnoterede aktier fordelt på udstederselskabets sektor samt den relative størrelse ift. det samlede marked. Sektorfordelingen er bestemt ud fra GICS-koder.

Kilde: Finanstilsynet.

Ingen kan skelne mellem aktier solgt af en short seller og aktier solgt af en reel aktieejers (long owner). Det tilgængelige antal aktier i handel stiger dermed ved short selling (midlertidigt) til et antal over 100 pct. af de udstedte aktier. Det er først ved afviklingen (settlement) af aktiehandlerne, at dette overskydende antal aktier i handel bringes tilbage til det reelle antal aktier udstedt af selskabet. Den samlede mængde af dematerialiserede aktier vil altid være korrekt på afviklingstidspunktet, når short selleren skal levere de solgte aktier, idet han trækker aktier under aktielånet eller foretager et inddækningskøb på markedet.

Det er således muligt, at der handles flere danske aktier på markedet, end det antal der oprindeligt blev udstedt af selskaberne. Short selling har netop den typiske – og tillige **ofte af centralbanker og finanstilsyn ønskede (jf. Finanstilsynets rapport on short selling, jf. bilag 82, side 5-6)** – konsekvens, at der er flere aktier til rådighed på markedet, end der oprindeligt er udstedt.

Overdragelsen af *ejerskab* er i henhold til dansk lovgivning fuldstændigt adskilt fra afviklingen af en aktiehandel. Det er tilmed irrelevant for spørgsmålet om ejerskab, om (1) en aktiehandel afvikles "fysisk" (ved en "de-registrering" af sælger og en "registrering" af køber ved VP Securities eller et andet

depotinstitut), eller om handlen (2) afvikles ved brug af netting (med den konsekvens, at der eventuelt slet ikke sendes en nettorapport til VP Securities – hvis nettoresultatet er 0).

3.2.2 Short selling skaber flere aktier, indtil handlerne bliver afviklet (settlement)

Når en short seller sælger aktier under en rammeaftale om aktielån (GMSLA), skaber han enten flere aktier, end selskabet har udstedt, eller udtrykt anderledes opstår der dobbelt ejerskab til en og samme aktie: Aktielångiveren, der endnu ikke har lånt aktien ud under en konkret aftale om aktielån (men kun har indgået en rammeaftale om et potentielt udlån) er stadig civilretlig ejer af aktien. Samtidig erhverver køberen civilretligt ejerskab af en aktie ved den endelige og bindende aftale med short selleren.

Det er først ved afviklingen af handlerne (der i reglen sker, to dage efter handlen er indgået ved en endelig og bindende aftale), at antallet af ejere bringes tilbage til antallet af aktier, der er udstedt af selskabet, da der ikke kan registreres mere end én ejer af samme aktie. Det er dette faktum, vi har forsøgt at skitsere med følgende illustration.

Illustrationen viser en kunstig verden hvor et selskab kun har udstedt en enkelt aktie. Dermed kan ejeren kun sælge en enkelt aktie.

Illustrationen viser dog 3 short sellers, der bringer det samlede antal af aktier i omløb op til 4 aktier, selv om der kun kan leveres en enkelt aktie. Handlet bliver alligevel 4 aktier.

I den her illustrerede situation er der flere aktier der bliver genstand for en endelig og bindende aftale om køb af aktier, og der er således fire købere der bliver ejere af aktierne selv om der kun er en der kan få aktien leveret. Der opstår således en temporær "inflation" af aktier, som Unidroit udtrykker det, på handelsdatoen som igen forsvinder på afviklingsdatoen.